

OBA Makarna

Güçlü büyüme vad ediyor

- OBA Makarna (OBA), küresel makarna sektöründe stratejik konumlanarak aktif bir büyümeyi sürdürmektedir:** OBA Makarna (OBA), Gaziantep ve Sakarya'da bulunan 585 bin tonluk kapasitesiyle Türkiye'deki makarna üretiminin %25'ini ve küresel makarna üretiminin %3'ünü gerçekleştiren Türkiye'nin önde gelen makarna üreticisidir. OBA, dünyanın en büyük ikinci makarna ihracatçısı olan Türk makarna sektörünün gelişiminden en çok faydalanan şirket olmuştur. OBA'nın gelir profili çeşitlendirilmiş olup, üretilen mallardan elde ettiği gelirin %71'i farklı bölgelere dağılmış olan döviz ihracatından gelmektedir: %44'ü Afrika ve Orta Doğu'dan, %19'u Amerika'dan, %2'si Asya'dan ve %2'si Avrupa'dan. OBA, 2023 yılında makarna satışlarından (%32), noodle, irmik, un, yan ürünler dahil diğer ürün satışlarından (%15) ve geri kalan ticari gelirlerden (%53) elde edilen 814 milyon dolar net satış gerçekleştirmiştir. Özgüçlü ailesinin sahibi olduğu Alpinvest Yatırım, şirketin %57 hissesiyle (halka arz sonrası) çoğunluk hissedarı konumundadır. Bahreyn ve Dubai merkezli Turkey Pasta Holding (First Energy Bank ve Venture Capital Bank) ise %23 hisseyi elinde bulundurmaktadır. Halka açıklık oranı %20'dir.
- Yeni makarna kapasitesi ihracat pazarlarına yönlendirilecek:** Türk makarna üreticilerinin İtalyan rakiplere göre sunduğu uygun fiyatlar ve geliştirilmiş üretim ve paketleme süreçleri sayesinde Türkiye, küresel olarak ikinci büyük makarna ihracatçısı haline gelmiştir. OBA şu anda fiyatlamaların gelişmiş pazarlardan daha düşük olduğu Latin Amerika ve Afrika'ya öncelikli olarak sevkiyat yapmaktadır. Son zamanlarda %16'lık kapasite artışının yeni ve daha yüksek fiyatlı ihracat pazarlarına yönlendirileceğini bekliyoruz. Sonuç olarak, projeksiyonumuz, 2023'ten 2025'e kadar makarna işkolunda dolar cinsinden %11'lik bir gelir YBBO (Yıllık Bileşik Büyüme Oranı)'na işaret etmektedir.
- Alternatif işkollarında satışları artırma kabiliyeti büyümeyi desteklemektedir:** Diğer üretilen ürünler (hazır noodle, un, irmik) için dolar bazında %15'lik gelir YBBO öngörüyoruz ve bu oran 2025 yılına kadar toplam gelirlerin yaklaşık %23'ünü temsil edecek. Hazır noodle segmentinde, 2024 sonrası kapasite kullanımının artacağını öngörüyoruz. Ayrıca, ileriye dönük olarak irmik ve un ihracatındaki artış da hesaba kattık.
- Karlılıkta iyileşme bekliyoruz:** Yeni kapasitenin devreye girmesi ve potansiyel operasyonel kaldıraç etkisi göz önüne alındığında, ileriye dönük FAVÖK marjında bir artış modelledik. Bununla birlikte, 2024 ile 2026 arasında dolar cinsinden %15'lik bir FAVÖK YBBO bekliyoruz. Ayrıca, Serbest Nakit Akış marjı iyileşmesi ve halka arz gelirlerinden (91 milyon dolar) kaynaklanan azalan finansal gider baskısını da hesaba kattık. Bu nedenle, 2024-2026 arasında %15'lik yıllık bileşik ortalama net kar (dolar cinsinden) büyümesi bekliyoruz.
- AL tavsiyesiyle araştırma kapsamına alıyoruz:** OBA'nın hedef değerine ulaşırken indirgenmiş nakit akımları ve çarpan analizini dikkate aldık. OBA'yı AL tavsiyesi ve 78 TL hisse başına hedef fiyatla araştırma kapsamına alıyoruz. OBA, 2024B tahmini 10,8x F/K oranında işlem görüyor ve uluslararası rakiplere %31'lik bir iskontoya sahip.

Tavsiye:

AL

Hedef Fiyat:

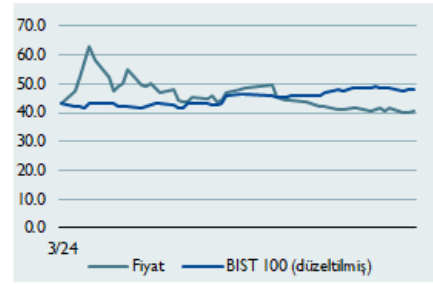
TL 78

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLU&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	OBAMS.IS
Sektör	Yiyecek ve İçecek
Fiyat	TL 40.30
Piyasa değeri (TLm)	19.321
Şirket değeri (TLm)	19.834
Piyasa değeri (USDm)	599
Şirket değeri (USDm)	615
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	35.95
Halka açıklık (%)	20

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	-18.6		
Endekse göre (%)	-22.4		

Kaynak: BIST 100, UNLU & CO

Görel fiyat grafiği 15 Mayıs 2024 tarihinde 10,159 kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti

Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@unluco.com

Öneri Başlangıcı

ARAŞTIRMA | CEEMEA/Türkiye

Değerleme çarpanları ¹	2021	2022	2023	2024B	2025B	2026B
F/K (x)	-	-	8,8	10,8	9,5	8,1
FD/FAVÖK(x)	-	-	6,7	6,8	5,8	4,6
FD/satış (x)	-	-	0,8	0,8	0,7	0,6
Temettü verimi (%)	-	-	2%	3%	5%	7%

Oran analizi	2021	2022	2023	2024B (TMS29 dahil)	2025B (TMS29 dahil)	2026B (TMS29 dahil)
Sermaye verimliliği (%)	16,1	10,2	45,3	29,3	25,4	25,8
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	43,2	20,1	42,4	35,2	36,3	39,6
Brüt marj (%)	21,8	12,1	13,1	13,4	14,8	16,0
Düzeltilmiş FAVÖK marjı (%)	11,4	3,5	11,3	11,5	11,9	12,3
Düzeltilmiş operasyonel kar marjı (%)	10,8	3,1	10,9	10,5	10,8	11,2
Ner kar marjı (%)	2,4	1,0	8,4	8,4	8,7	9,2
Net borç/FAVÖK (x)	1,0	5,3	0,2	-1,1	-1,2	-1,4
Faiz karşılama oranı (FAVÖK) (x)	-0,7	-0,7	-0,2	0,0	0,1	0,1

Kar ve zarar (Milyon dolar) ^{1,2}	2021	2022	2023	2024B (TMS29 dahil)	2025B (TMS29 dahil)	2026B (TMS29 dahil)
Net satışlar	589	669	814	657	723	809
Büyüme oranı (yıllık)	33%	14%	22%	-19%	10%	12%
Brüt kar	129	81	107	88	107	130
Düzeltilmiş FAVÖK	67	23	92	76	86	99
Büyüme oranı (yıllık)	115%	-65%	295%	-17%	14%	16%
Diğer gelir/gider	18,1	13,5	33,3	21,9	16,4	10,7
Düzeltilmiş operasyonel kar	64	21	89	69	78	90
Büyüme oranı (yıllık)	125%	-67%	329%	-23%	14%	16%
Finansman geliri/gideri	-48,6	-16,0	-15,5	2,7	5,6	8,2
Vergi öncesi kar	15	5	74	71	84	99
Vergi	-0,7	1,9	-5,3	-16,0	-20,8	-24,4
Efektif vergi oranı	4,6%	-40,2%	7,2%	22,4%	24,8%	24,8%
Azınlık payı	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net kar	14	7	68	55	63	74
Büyüme oranı (yıllık)	-35%	-54%	931%	-19%	14%	18%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	207,2	407,2	407,2	479,4	479,4	479,4
Hisse başı net kar (TL)	0,07	0,02	0,17	0,12	0,13	0,15
Temettü	0,05	0,04	0,05	0,03	0,04	0,05
Hisse başı temettü (TL) ¹	9,6	16,4	23,9	16,6	18,9	22,2
Temettü ödeme oranı	67,3%	a.d.	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%
USD/TL ortalama	9,0	16,6	23,7	34,5	47,2	57,6
USD/TL kapanış	13,0	18,7	29,4	39,7	52,8	62,3

Nakit akışı (Milyon dolar)	2023	2024B	2025B	2026B	Bilanço (Milyon dolar) ³	2023	2024B	2025B	2026B
Düzeltilmiş operasyonel kar	89	69	78	90	Nakit	8	94	119	154
Amortisman ve itfa giderleri	3	7	8	9	Dönen varlıklar	165	232	278	329
İşletme sermayesindeki değişim	39	-12	-10	-8	Maddi duran varlıklar	104	101	100	93
Ödenen vergiler	-21	-17	-22	-24	Maddi olmayan duran varlıklar	0	0	0	0
Operasyonel nakit akışı	110	47	55	68	Duran varlıklar	108	104	103	97
Toplam yatırım harcaması	-24	-3	-5	-5	Toplam Varlıklar	273	336	381	426
Yatırım harcaması/hasılat	-2,9%	-0,4%	-0,7%	-0,6%	Kısa vadeli yükümlülükler	115	76	84	93
Serbest nakit akışı	80	45	52	64	Uzun vadeli yükümlülükler	9	8	9	9
Serbest nakit akış oranı	9,8%	6,9%	7,2%	7,9%	Özkaynaklar	149	252	288	324
					Toplam Kaynaklar	273	336	381	426
Ödenen temettüler	-16	-24	-17	-19	Net işletme sermayesi	63	70	84	92
Net borç değişim	-92	-99	-24	-35	Net borç (nakit) ³	17	-82	-105	-140

Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co. tahminleri 1 2024'te açıklanacak temettü ödemesi 2023 finansallarında sunulmuştur. 2020-2022 yılları arasında ödenmesi gereken temettüller Aralık 2023'te ödendi. Fonksiyonel para birimi TL'dir. 2023 dolar finansalları açıklanan çeyrekse TL finansallarının ortalama dolar/TL kuruna bölünüp toplanmasıyla oluşturulmuştur. 2024 ve sonrası için tahminler enflasyon muhasebesinin etkisini içermektedir. 2023 sonrası için tahminlerimiz USD/TL kapanış tahminlerine dayanmaktadır. Düzeltilmiş FAVÖK ve FAVÖK marjı operasyonel gelir kaleminin üzerindeki parasal kazancı dahil etmektedir. Ayrıca 2024'te operasyonel gelir kaleminin altında parasal kayıp hesaplanmıştır. ³Şirkete halka arzla beraber 1 Ç24'te 91 milyon dolar nakit girişi olmuştur.

Değerleme çarpanları ¹	2021	2022	2023	2024B	2025B	2026B
F/K (x)	-	-	8,8	10,8	9,5	8,1
FD/FAVÖK(x)	-	-	6,7	6,8	5,8	4,6
FD/satış (x)	-	-	0,8	0,8	0,7	0,6
Temettü verimi (%)	-	-	2%	3%	5%	7%

Oran analizi	2021	2022	2023 (TMS29 dahil)	2024B (TMS29 dahil)	2025B (TMS29 dahil)	2026B (TMS29 dahil)
Sermaye verimliliği (%)	16,1	10,2	45,3	29,3	25,4	25,8
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	43,2	20,1	42,4	35,2	36,3	39,6
Brüt marj (%)	21,8	12,1	8,6	13,4	14,8	16,0
Düzeltilmiş FAVÖK marjı (%)	11,4	3,5	10,5	11,5	11,9	12,3
Düzeltilmiş operasyonel kar marjı (%)	10,8	3,1	9,6	10,5	10,8	11,1
Ner kar marjı (%)	2,4	1,0	5,5	8,4	8,7	9,1
Net borç/FAVÖK (x)	1,0	5,3	0,2	-1,1	-1,2	-1,4
Faiz karşılama oranı (FAVÖK) (x)	-0,7	-0,7	-0,2	0,0	0,1	0,1

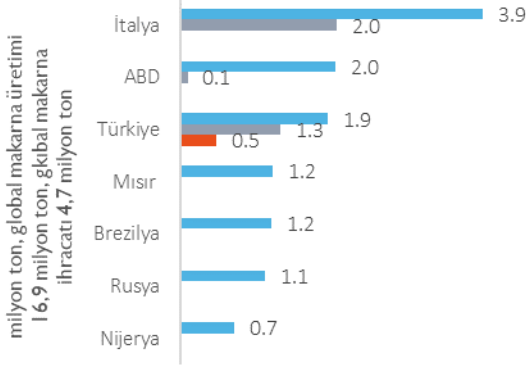
Kar ve zarar (Milyon TL) ^{1,2}	2021	2022	2023 (TMS29 dahil)	2024B (TMS29 dahil)	2025B (TMS29 dahil)	2026B (TMS29 dahil)
Net satışlar	5,216	11,069	23,433	26,276	37,962	50,111
Büyüme oranı (yıllık)	68%	112%	12%	12%	44%	32%
Brüt kar	1,138	1,336	2,004	3,531	5,625	8,034
Düzeltilmiş FAVÖK	594	384	2,469	3,021	4,502	6,144
Büyüme oranı (yıllık)	172%	-35%	n.m.	22%	49%	36%
Diğer gelir/gider	160	224	1,715	876	864	664
Düzeltilmiş operasyonel kar	563	344	2,244	2,748	4,092	5,583
Büyüme oranı (yıllık)	185%	-39%	553%	22%	49%	36%
Finansman geliri/gideri	-430	-265	-596	100	297	512
Vergi öncesi kar	133	78	1,649	2,848	4,389	6,095
Vergi	-6,1	31,4	-369,8	-639,5	-1,097,2	-1,523,9
Efektif vergi oranı	4,6%	-40,2%	22,4%	22,5%	25,0%	25,0%
Azınlık payı	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net kar	127	110	1,279	2,208	3,292	4,572
Büyüme oranı (yıllık)	-18%	-13%	a.d.	73%	49%	39%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	207,2	407,2	407,2	479,4	479,4	479,4
Hisse başı net kar (TL)	0,61	0,27	3,14	4,61	6,87	9,54
Temettü	85	272	448	663	987	1.371
Hisse başı temettü (TL) ¹	0,4	0,7	0,9	1,4	2,1	2,9

Nakit akışı (Milyon TL)	2023	2024B	2025B	2026B	Bilanço (Milyon TL)	2023	2024B	2025B	2026B
Düzeltilmiş operasyonel kar	2.244	2.748	4.092	5.023	Nakit	239	4.002	6.274	9.576
Amortisman ve itfa giderleri	224	273	410	561	Dönen varlıklar	4.867	9.857	14.696	20.514
İşletme sermayesindeki değişim	887	-482	-514	87	Maddi duran varlıklar	3.071	4.299	5.276	5.807
Ödenen vergiler	-503	-617	-1.023	-1.396	Maddi olmayan duran varlıklar	0	0	0	0
Toplam yatırım harcaması	2.853	1.922	2.965	4.275	Duran varlıklar	3.173	4.413	5.440	6.024
Yatırım harcaması/hasılat	-563	-105	-228	-301	Toplam Varlıklar	8.040	14.270	20.137	26.538
Diğer düzeltmeler	-2,4%	-0,4%	-0,6%	-0,6%	Kısa vadeli yükümlülükler	3.398	3.244	4.443	5.769
Serbest nakit akışı	2.290	1.817	2.737	3.974	Uzun vadeli yükümlülükler	270	332	459	574
Serbest nakit akış oranı	9,8%	6,9%	7,2%	7,9%	Özkaynaklar	4.372	10.694	15.234	20.195
					Toplam Kaynaklar	8.040	14.270	20.137	26.538
Ödenen temettüler	-272	-448	-663	-987	Net işletme sermayesi	1.853	2.961	4.445	5.718
					Net borç (nakit) ³	512	-3.469	-5.563	-8.735

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co. tahminleri ¹2024'te açıklanacak temettü ödemesi 2023 finansallarında sunulmuştur. 2020-2022 yılları arasında ödenmesi gereken temettüler Aralık 2023'te ödendi. Fonksiyonel para birimi TL'dir. ²2023 ve sonrası için tahminler enflasyon muhasebesinin etkisini içermektedir. Tüm tahminlerimiz ilgili yıl sonlarındaki TL satın alma gücü terimlerinde ifade edilmektedir. Düzeltilmiş FAVÖK ve FAVÖK marjı operasyonel gelir kaleminin üzerindeki parasal kazancı dahil etmektedir. Ayrıca 2024'te operasyonel gelir kaleminin altında parasal kayıp hesaplanmıştır. ³Şirkete halka arzla beraber 1Ç24'te 91 milyon dolar nakit girişi olmuştur.

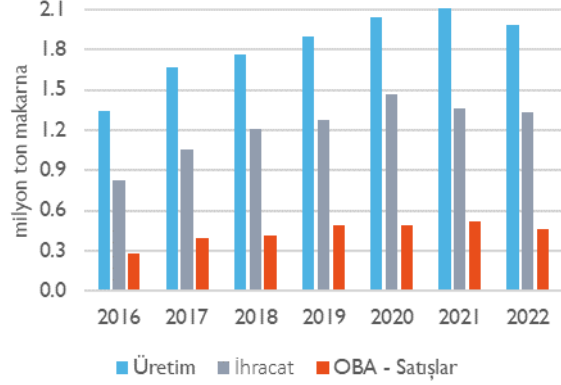
Bir bakışta OBA

Tablo 1: Türkiye küresel makarna üretiminde 3. sırada, küresel makarna ticaretinde ise 2. sırada yer almaktadır^{1,2}



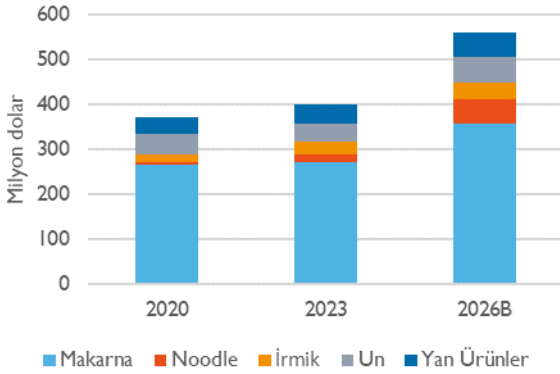
Kaynak: Makarna Üreticileri ve Sanayicileri Derneği (MÜSAD), ihracat için Trademap verileri, UN.A.F.P.A. ¹ MÜSAD raporlaması doğrultusunda, Trinidad ve Tobago (üretici ülke değil) ve İran (veriler doğrulanmadı) hariç. ² Veriler 2021 yılı üretimine ve 2022 yılı ihracatına aittir.

Tablo 2: Türkiye makarna üretimi ve ihracatı¹



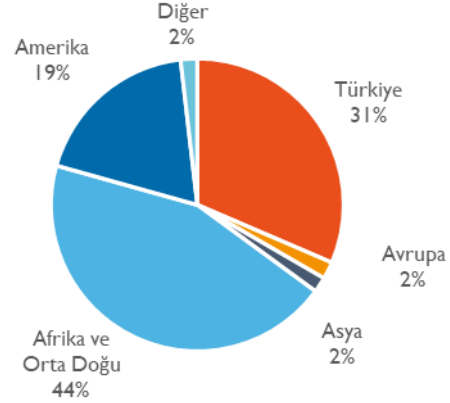
Kaynak: MÜSAD ve şirket verileri ¹ Analiz TÜİK verilerine dayanmaktadır ve Trademap verilerinden biraz farklıdır.

Tablo 3: OBA – İşkollarına göre gelir dağılımı (Milyon dolar)¹



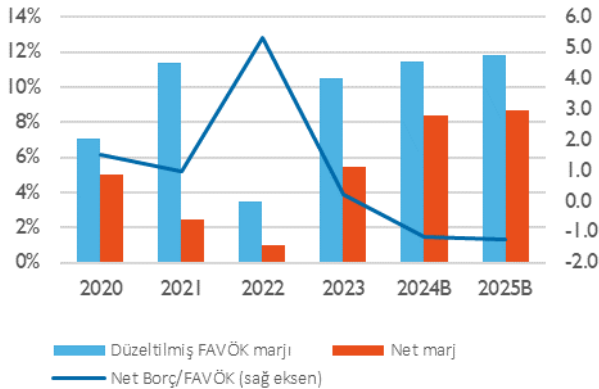
Kaynak: Şirket verileri, UNLÜ & Co tahminleri ¹ Alım-satım gelirleri analize dahil edilmemiştir. Ticari gelirlerin 2026'da konsolide gelirlerin %31'ini oluşturmasını bekliyoruz.

Tablo 4: OBA – Net ürün gelirlerinin coğrafi dağılımı¹



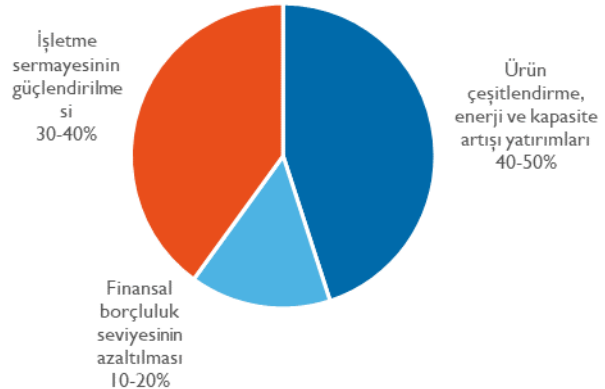
Kaynak: Şirket verileri ¹ Net ürün satışlarına dayanmaktadır. Ticareti yapılan mallardan elde edilen gelirler hariçtir. 2022 verileri

Tablo 5: Karlılık oranları ve net borç/FAVÖK



Kaynak: Şirket verileri, UNLÜ & Co tahminleri

Tablo 6: Halka arz gelirlerinin beklenen kullanımı¹



Kaynak: Halka Arz İzahnamesi

Yönetici Özeti

OBA Makarna (OBA), küresel makarna sektöründe stratejik konumlanma yoluyla aktif olarak büyümeyi sürdürüyor

Türkiye'nin makarna sektörü, küresel makarna ticaretinin %27'sini temsil ederek dünyanın en büyük ikinci makarna ihracatçısı konumundadır. Yüksek kaliteli durum buğdayı ve ekmeklik buğdaya yakınlığı, makarna üretimindeki uzmanlığı ve yeterince nüfuz edilmemiş ihracat pazarlarına odaklanan büyüme stratejisi, büyümenin temel itici güçleri olmuştur. OBA Makarna (OBA) Türkiye'nin lider makarna üreticisidir ve Türkiye'nin makarna üretiminin %25'ine, küresel makarna üretiminin ise %3'üne katkıda bulunmaktadır. Türkiye'nin güneydoğusundaki Gaziantep ve kuzeybatısındaki Sakarya'nın Hendek ilçelerinde bulunan tesisleriyle OBA'nın toplam makarna üretim kapasitesi 2024'te 585 bin tona ulaşmıştır (%16 kapasite artışı). OBA büyümesini dört temel strateji ile hızlandırmıştır: 1) 2010 yılından bu yana kapasite artırımı ve Afrika, Güney Amerika ve Asya pazarlarında daha önce hizmet verilmeyen ihracat pazarlarına giriş; 2) daha önce Yıldız Holding ve Nissin Foods arasında bir ortak girişim olan Türkiye'nin kuzeybatısındaki Hendek tesisinin satın alınması; 3) Türkiye'deki üç büyük indirim mağazasına ürün yerleştirme yoluyla indirim market kanalındaki varlığın artırılması; ve 4) alternatif operasyonlarını genişletmek için yatırım yapılması.

OBA'nın gelir profili çeşitlendirilmiş olup, üretilen ürünlerden elde edilen gelirlerin %71'i farklı bölgelere dağılmış olan döviz ihracatından gelmektedir: %44'ü Afrika ve Orta Doğu'dan, %19'u Amerika'dan, %2'si Asya'dan ve %2'si Avrupa'dan. OBA, 2023 yılında makarna satışlarından (%32), noodle, irmik, un, yan ürünler dahil diğer ürün satışlarından (%15) ve geri kalan ticari gelirlerden (%53) elde edilen 814 milyon dolar gelir bildirmiştir. OBA, Türkiye ve Avrupa'daki hazır noodle talebinden faydalanmak amacıyla 2018 yılında Türkiye'de noodle satışına başlamış ve 2023 yılı sonuna kadar yeni noodle hatlarını devreye almıştır. Özgüçlü ailesinin sahibi olduğu Alpinvest Yatırım, şirketin %57 hissesiyle (halka arz sonrası) çoğunluk hissedarı konumundadır. Bahreyn ve Dubai merkezli Turkey Pasta Holding (First Energy Bank ve Venture Capital Bank) ise %23 hisseyi elinde bulundurmaktadır. Halka açıklık oranı %20'dir.

İlave makarna kapasitesi ihracata tahsis edilecektir

Gaziantep bölgesinden çıkan lider ihracatçı OBA, 2017 yılında Türkiye'nin kuzeybatısındaki Sakarya'nın Hendek ilçesindeki operasyonlarını genişleterek bir adım daha ileri gitmiştir. Hendek fabrikasına 2018 yılında sınıfının en iyisi makinelerin dahil edilmesi ve işgücü verimliliği, üretkenlikte artışa (2021 itibarıyla Avrupalı emsallerinden %20 daha fazla) yol açtı. Şirket, 2024'te toplam makarna kapasitesini %16 artırdı. Hendek fabrikasının en yakın limanlara 60-80 km ve İstanbul'a 175 km uzaklıktaki elverişli konumu, şirketi aşağıdaki nedenlerle daha esnek hale getirmiştir: 1) üretim aşamalarında ve paketlemede Asya kalite standartlarına uyum sayesinde Asya'ya daha yüksek ihracatla daha geniş bir coğrafi varlık; 2) Türkiye'nin batısındaki indirim mağazalarına artan yurt içi satışlar; 3) noodle hatlarının genişletilmesiyle daha geniş bir ürün portföyü; ve 4) alternatif buğday kaynaklarına yakınlık.

OBA'nın makarna ihracatı öncelikli olarak Afrika ve Latin Amerika'ya odaklanmıştır ve 2023 yılında makarna ihracat gelirlerinin %70'i bu bölgelerden oluşturmuştur. OBA, müşteri seçiminde daha seçici hale gelmiş ve Latin Amerika'da toplu satışlardan perakende zincirlerine geçiş yapmıştır. Ayrıca satışlarının bir kısmını Afrika'daki daha yüksek fiyatlı pazarlara kaydırarak dolar bazında daha yüksek fiyatlandırma hedeflemektedir. Ayrıca OBA, durum buğdayı makarnasını Asya'ya diğer ihracat bölgelerine kıyasla daha yüksek fiyatlarla sunmaktadır. Türkiye'den ihraç edilen makarnanın kalitesine ilişkin değişen algının, gelecekteki makarna ihracat fiyatlarının yükselmesinde önemli bir rol oynayacağına inanıyoruz. Bu fırsat, OBA ve İtalyan rakiplerinin makarna üretiminde benzer yüksek kaliteli durum buğdayı kullandığı göz

önüne alındığında, Türk makarnası ile İtalyan üreticiler arasındaki fiyat farkından kaynaklanmaktadır. Sonuç olarak, yeni kapasite artışının daha yüksek fiyatlı yeni ihracat pazarlarına yönelmesini bekliyoruz. Projeksiyonumuz 2023-2025 yılları arasında makarna işkolunda dolar bazında %11'lik bir net satış YBBO'sına (YBBO = Yıllık Bileşik Büyüme Oranı) işaret etmektedir.

Alternatif segmentlerde satışları genişletme yeteneği büyümeyi destekleyen bir faktör

OBA, tarihsel olarak Türkiye'deki makarna ve irmik satışlarını artırarak ve yeni ihracat pazarlarını keşfederek büyümeyi başarmıştır. OBA'nın 2017 yılında Türkiye'nin kuzeybatısındaki Hendek'te Nissin Foods ve Yıldız Holding ortak girişiminden makarna, un ve noodle operasyonlarını satın alması, makarna ve un kategorilerini genişletme ve hazır noodle işkolunu tanıtmaya yolunda önemli bir adım olmuştur. Makarna, noodle, irmik, un ve yan ürünler (özellikle yem endüstrisinde kullanılan kepek) dahil olmak üzere üretilen malların gelirleri 2023 yılında konsolide gelirlerin sırasıyla %32, %2, %3, %5 ve %5'ini oluşturmuştur.

OBA, 2023 yılı sonuna kadar hazır noodle kapasitesini 74 bin tona yükseltmek için yatırım yapmıştır. Halihazırda çok uluslu küresel bir şirket için üretim yapan şirket, Asya merkezli başka bir uluslararası şirket için de üretime başlamış ve Avrupa'daki operasyonlarına hizmet etmektedir. girme konusundaki stratejik konumunu vurgulamaktadır. Baz senaryomuzda, OBA'nın noodle gelirlerinin 2024'te 19 milyon dolardan 2027B'de 70 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Ayrıca irmik ve un ihracatında da büyüme öngörüyoruz. Böylece, makarna hariç üretilen ürünlerin 2025B'de %15'lik bir net satış YBBO'su kaydetmesini ve toplam gelirlerin %23'üne karşılık gelmesini bekliyoruz.

Büyüme tahminleri

2023-2025 yılları arasında üretilen ürünlerde dolar bazında %14, makarna gelirlerinde (dolar bazında) ise %11'lik bir YBBO görmeyi bekliyoruz. Hendek fabrikasındaki kapasite artışının ardından yeni ihracat bölgelerine doğru genişlemenin hacim büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz. 2022'deki emtia maliyet artışının ardından hem Türkiye'de hem de ihracat pazarlarında dengelenen fiyat dinamikleri göz önüne alındığında, OBA'nın küresel rakipleri karşısında rekabetçi fiyat avantajını koruyacağını ve böylece makarna ihracatını destekleyeceğini düşünüyoruz. Modelimizde, makarna ihracatının makarna hacim ve gelirlerinin yaklaşık %80'ini oluşturmasını bekliyoruz.

Türkiye'nin buğday ithalatına olan bağımlılığı ve gıda güvenliğine verilen önemin artması nedeniyle OBA, Ukrayna-Rusya Savaşı'nın başlamasından bu yana buğday ticareti ve depolamasının ölçeğini artırmıştır. Böylece ticaret işkolunun konsolide gelirler içindeki payı 2020'de %17'den 2023'de %53'e yükselmiştir. Ancak, 2023 yılında Türkiye'de özellikle makarnalık buğdayda güçlü bir mahsul sezonunun ardından 2024 yılında ticaret gelirlerinde normalleşme bekliyoruz. Ticari mal işkolunun 2024 ve sonrasında %30-31'lik bir satış payına sahip olacağını tahmin ediyoruz.

Ayrıca, hammadde ve lojistikle ilgili maliyet baskılarının hafiflemesi ve düşük marjlı ticaret işkolunun gelir katkısının azalması nedeniyle 2024 yılı için bir FAVÖK marjı artışı öngörüyoruz. Yeni kapasitelerin devreye girmesi, kapasite kullanım oranındaki potansiyel iyileşme ve faaliyet kaldırıcı etkisi göz önüne alındığında, FAVÖK marjında ileriye dönük bir iyileşme modelledik. Bununla birlikte, dolar bazında 2024-2026 yılları arasında %15 FAVÖK YBBO bekliyoruz. Ayrıca, Serbest Nakit Akışındaki iyileşmeler ve halka arz gelirlerinden (91m dolar) kaynaklanan azalan finansal gider baskısını da hesaba kattık. Bu nedenle, 2024-2026 arasında %16'lık bir net kar YBBO (dolar cinsinden) ve ortalama net marjın %9 olmasını bekliyoruz.

Halka arz, büyüme stratejisini güçlendirmeye hizmet edecek

Oba Makarna, Şubat ayında gerçekleşen halka arzdan 91 milyon dolar gelir elde etti (toplam halka arz büyüklüğü 122 milyon dolar) ve hisseleri 1 Mart 2024'de işlem görmeye başladı. OBA'nın modernizasyon yatırımlarının ve daha katma değerli ihracat pazarlarına odaklanmasının gelecekte büyümeyi desteklemede önemli bir rol oynaması beklenmektedir. Halka arzın, küresel ticaretteki varlığını genişletmeye devam eden OBA'nın finansal istikrarını destekleyeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, finansal kaldıracı azaltırken ürün çeşitlendirmesi, enerji ve yeni kapasite yatırımları ve işletme sermayesi ihtiyaçlarının finanse edilmesine yardımcı olacaktır.

Büyüme stratejisinin potansiyel olumlu bir yönü olarak OBA, özellikle bu tür yatırımların şirkete önemli değer katabileceği senaryolarda, potansiyel sıfırdan yatırımlar için alternatif yerleri araştırma şansını elde edecektir.

Tablo 7: OBA ortaklık yapısı – Halka arz öncesi ve sonrası

Ortaklar	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Ödenmiş Sermaye	%	Ödenmiş Sermaye	%
Alpinvest Yatırım	285.0	%70	273.0	%57
Turkey Pasta Holding	122.2	%30	110.1	%23
Halka açıklık oranı	0.0		96.3	%20.1
Toplam	407.2		479.4	

Kaynak: Şirket verileri ¹Alpinvest Yatırım Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Özgüçlü ailesine aittir ve Özgüçlü ailesi tarafından kontrol edilmektedir. Hisse sayısı halka arzla beraber 407,2 milyondan 479,4 milyona çıkarılmıştır.

Değerleme

OBA'nın değerlemesinde, iki çarpan bazlı yaklaşımın ortalamasını ve şirketin finansal pozisyonu ile halka arz sonrası varsayımlara dayanan bir indirgenmiş nakit akımı analizini kullanıyoruz. Baz durum indirgenmiş nakit akımı senaryomuz 902 milyon dolar özsermaye değerine işaret ederken, 2023 ve 2024 F/K ve FD/FAVÖK'e dayalı çoklu analizlerimiz 789 milyon dolar ortalama değere işaret etmektedir.

Tablo 8: OBA – değerleme özeti

Method	Parametre	Değer Milyon dolar
İndirgenmiş nakit akımı	Özsermaye değeri	902
Çarpan analizi	Ortalama değer 2024B F/K (14x) & FD/FAVÖK (8x)	789
Ağırlıklandırılmış hedef piyasa değeri (%50 İNA ve %50 çarpan analizi)		885
Hisse adedi (halka arz sonrası)		479
12 Aylık hedef fiyat (dolar bazında)		1.8
USD/TL (1Ç24 sonu)		42.4
Hisse başına 12 Aylık hedef fiyat (TL bazında)		78
Hisse başına fiyat (TL)		40
Yükseliş potansiyeli		95%

Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri

İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi

Tablo 9: OBA İndirgenmiş Nakit Akışı Değerlemesi¹

Milyon dolar	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	2031B	2032B
Net satışlar	657	723	809	868	947	1,009	1,068	1,130	1,195
yıllık büyüme	-19%	10%	12%	7%	9%	7%	6%	6%	6%
Düzeltilmiş FAVÖK	76	86	99	109	120	130	139	147	156
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	11.5%	11.9%	12.3%	12.5%	12.7%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%
Vergi	-15.4	-19.5	-22.6	-26.1	-28.7	-31.0	-33.1	-34.9	-37.0
İşletme sermayesindeki değişim	-11.7	-9.5	-7.6	-8.1	-8.9	-9.5	-10.0	-10.6	-11.2
Değişim/satış	-1.8%	-1.3%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
Yatırım	-3.0	-4.8	-5.2	-8.0	-3.9	-4.1	-4.4	-4.6	-8.6
Yatırım/satış	-0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.9%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.7%
Serbest nakit akışı	45.5	52.0	64.0	66.7	78.9	85.6	91.7	96.9	98.9
SNA marjı	6.9%	7.2%	7.9%	7.7%	8.3%	8.5%	8.6%	8.6%	8.3%
İskonto oranı		0.94	0.84	0.74	0.66	0.58	0.52	0.46	0.41
Bugüne indirgenmiş nakit akımı		49.0	53.5	49.5	51.9	50.0	47.5	44.6	40.3
Risksiz getiri oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Beta	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Hisse risk primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Özsermaye maliyeti	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
Borç maliyeti	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
Vergi oranı	22.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Borç oranı	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Özsermaye oranı	95.3%	95.5%	95.5%	95.5%	95.5%	95.5%	95.5%	95.5%	95.5%
AOSB	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
Firma değeri 2024B-2032B	386								
Uç Değer (%3 uç büyüme)	428								
Toplam firma değeri	814								
- Net borç (2024B)	-87								
Özsermaye değeri (milyon dolar)	902								

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri ¹Net nakit halka arzdan elde edilen 91 milyon dolar nakdi dahil etmektedir

Dolar bazlı indirgenmiş nakit akımı analizimizde, %7,5 USD risksiz getiri oranı ve %6 hisse risk primi ve 0,9x kaldıraçlı beta kullanıyoruz. Borç maliyeti için, risksiz getiri oranı varsayımımız üzerinden 350 baz puan ek faiz uyguluyoruz ve 2024 ile 2032 yılları arasında ortalama %30 borç ağırlığı öngörüyoruz. %3'lük bir uç değer büyüme oranı uyguluyoruz.

Benzer şirket karşılaştırmaları

Emsal karşılaştırma analizimize küresel makarna, şehriye ve un sektörü emsallerinin ve Ülker'in katsayılarını dahil ediyoruz. Listede yer alan 45 Türk gıda ve içecek şirketi arasında (Tablo 10 ve 11), 2023 ve 2024 yılları için detaylı konsensüs tahminleri ve çarpanları mevcut değildir. Bu nedenle, medyan çarpanları kullandık: 2023 için FD/FAVÖK için 9,2x ve F/K için 15,9x; 2024 için ise FD/FAVÖK için 8,2x ve F/K için 13,2x.

Tablo 10: Küresel gıdaendüstrisinin emsal karşılaştırması^{1,2,3}

Şirket	Ülke	Piyasa değeri (milyon dolar)	FD/FAVÖK		F/K		FAVÖK YBBO	Net kar
			2024B	2025B	2024B	2025B	2024-2026B	2024-2026B
Gıda sektöründe benzer şirketler								
Ebro Foods	İspanya	2,662	7.9	7.3	13.3	13.1	4%	3%
Treehouse	ABD	1,866	8.2	7.1	16.8	12.1	10%	-8%
Tiger Brands	Güney Afrika	1,948	8.8	7.9	11.2	9.9	9%	10%
M.Dias Branco	Brazilya	2,300	6.8	6.3	10.4	9.7	6%	13%
Nissin Foods	Japonya	8,119	10.9	10.2	20.6	19.8	6%	4%
Indofood CBP	Endonezya	7,449	9.3	8.4	12.7	11.9	7%	9%
Toyo Suisan	Japonya	7,538	11.3	10.8	20.1	19.6	6%	5%
Nisshin Seifun	Japonya	3,980	7.2	6.7	17.1	16.1	9%	5%
Tingyi Holding	Tayvan	7,404	7.3	7.1	15.6	14.0	6%	10%
Medyan			8.2	7.3	15.6	13.1	6%	5%
OBA Makarna	Türkiye	600	6.8	5.8	10.8	9.5	15%	16%
Benzerlerine göre iskonto			-18%	-22%	-31%	-27%		

Kaynak: Bloomberg ¹ 14 Mayıs 2024 itibarıyla fiyatlar ²Büyüme oranları dolar cinsindendir.

Riskler

Kesintiye uğrayan küresel buğday arzının jeopolitik ve çevre üzerindeki etkileri: Buğday üretimini etkileyen kuraklık benzeri koşullar ve Ukrayna'da üretilen buğdayın ihracat pazarlarına kısıtlı ulaşımı küresel buğday arzını etkilemiştir. Türkiye durum buğdayında kendi kendine yetebilirken, hükümet Dahilde İşleme Rejimi kapsamında 2019 yılından bu yana ihraç edilen nihai ürünlerin üretim süreçlerinde ithal buğday (durum/ekmeklik buğday) kullanılmasını zorunlu kılmıştır. 2023 yılında, Türkiye durum buğdayında kendi kendine yeterli hale geldiğinden, hükümet şirketlerin yurt içinde üretilen durum buğdayını kullanmasına ve ihraç etmesine izin vermiştir.

Buğday fiyatlarında dalgalanma: Küresel arz sorunları ve buğday üretimindeki yüksek lojistik ve girdi maliyetleri, küresel olarak buğday fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Yüksek enflasyonist ortamın devam etmesi ve satın alınabilirliğin azalması, tüketicileri daha düşük kaliteli durum buğdayı veya ekmeklik buğdaya dayalı daha uygun fiyatlı alternatifler bulmaya teşvik edebilir.

Düşük karbonhidrat bazlı beslenmeye yönelik tüketici tercihlerindeki değişim: Glutensiz ürünlere olan talep ve makarna ve noodleden karbonhidrat alımını azaltma eğilimleri gibi beslenme eğilimlerindeki değişiklikler, gelişmiş bölgelerdeki büyümeyi engelleyebilir. Buna karşılık, vegan beslenmeye yönelik artan talep destekleyici bir faktördür. Alternatif tahıllarla yapılan makarna, organik makarna, noodlelerin daha az tuzlu versiyonları veya içeriğe minerallerin eklenmesi yoluyla ürün farklılaştırması büyümeyi destekleyici olmuştur. Gelişmekte olan bölgeler için makarnanın satın alınabilirliği büyüme için kilit unsurlar olmaya devam etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde makro türbülans riski: Gelişmekte olan bölgelerdeki makroekonomik koşullar durgunluk ortamından etkilenebilir ve talebi azaltabilir. Ancak makarna tüketimi, temel bir tüketim maddesi olarak makro risklere karşı daha dayanıklıdır. Gelişmekte olan piyasa para birimlerindeki dalgalanma riskinden kaçınmak için OBA, sabit para birimi bazlı sözleşme fiyatlandırmasına sahiptir ve alacaklar Euler Hermes (Allianz Trade) aracılığıyla garanti edilmektedir.

Küresel ticarette korumacı önlemler: Türk makarna ihracatının hacimsel payı, Afrika ve Latin Amerika'ya yapılan ihracatın genişlemesiyle küresel ticaretin %27'sine yükselmiştir. Türkiye'den ton başına 20 bin tonun üzerinde makarna ithalatına uygulanan

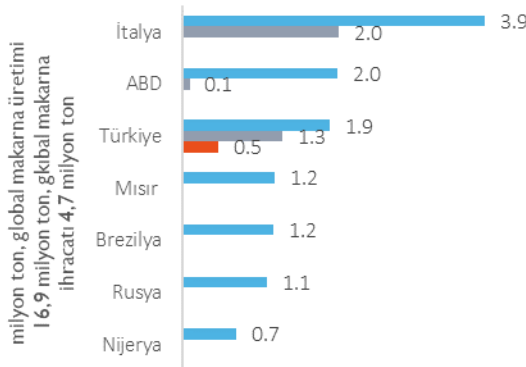
vergi nedeniyle Avrupa'ya ihracat sınırlıdır. Noodle ihracatında ise, hacimlerin daha küçük ölçekli olması nedeniyle vergilerin etkisi sınırlıdır.

OBA Makarna

Türkiye küresel makarna ticaretinde sıçrama yapıyor

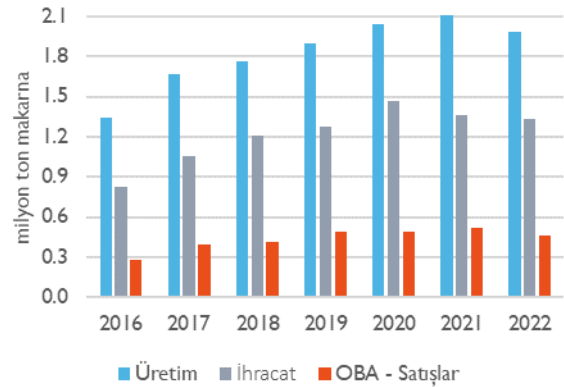
Türkiye'nin makarna sektörü, küresel makarna ticaretinin %27'sine karşılık gelen yıllık 1,3 milyon ton makarna ihracatı ile dünyanın en büyük ikinci makarna ihracatçısı konumuna gelmiştir. Türkiye'nin dünyanın üçüncü en büyük durum buğdayı (yüksek kaliteli makarna üretiminde kullanılan ana hammadde) ve onuncu en büyük ekmeklik buğday üreticisi olarak konumlanması ve yeterince nüfuz edilmemiş makarna pazarlarına yakınlığın getirdiği coğrafi avantajlar, büyümenin temel unsurları olmuştur. Sekiz yıllık verilere göre, Türkiye'nin makarna üretimi %2'lik küresel YBBO'ya karşılık %8'lik bir hacimsel YBBO kaydetmiştir. Türkiye 2021 yılı itibarıyla küresel makarna üretiminin %11'ini gerçekleştirmiştir. Fortune Business Insights analizi, küresel makarna pazarının 2022-2029 yılları arasında %2'lik bir hacim YBBO ve %5'lik bir gelir YBBO görmesini bekliyor.

Tablo 11: Türkiye küresel makarna üretiminde 3. sırada, küresel makarna ticaretinde ise 2. sırada yer alıyor¹



Kaynak: Makarna Üreticileri ve Sanayicileri Derneği (MÜSAD), ihracat için Trademap verileri, UN.A.F.P.A. ¹ MÜSAD raporlaması doğrultusunda, Trinidad ve Tobago (üretici ülke değil) ve İran (veriler doğrulanmadı) hariç. ² Veriler 2021 yılı üretimine ve 2022 yılı ihracatına aittir.

Tablo 12: Türkiye makarna üretimi ve ihracatı¹



Kaynak: MÜSAD ve şirket verileri ¹ Analiz TÜİK verilerine dayanmaktadır ve Trademap verilerinden biraz farklıdır.

Barilla (halka açık değil) en büyük küresel makarna üreticisi konumundadır. Makarna dahil yemek kategorisinde 2,9 milyar dolar gelir elde etti ve bu rakam 2022'de konsolide gelirlerin %59'una tekabül etti. Barilla 2021 yılında 2,1 milyon ton unlu mamul üretmiştir. Barilla'nın 2022'deki gelirlerine göre ana pazarları %38 İtalya, %23 Amerika, %4,7 Asya ve Afrika ve %34 diğer Avrupa'dır. Son olarak Barilla, Ocak 2021'de Ebro Foods'un Kanada'daki makarna operasyonlarını 165 milyon CAD karşılığında 12x FD/FAVÖK ve 17x F/K anlaşma katsayıları ile satın aldı.

En büyük ikinci makarna üreticisi olan **Ebro Foods (EBRO SM)**, stratejisini yeniden yapılandırdı ve Kanada'daki kuru makarna işletmelerini (Barilla tarafından satın alındı) ve ABD'deki kuru makarna işletmelerini (Treehouse Foods ve 8th Avenue Foods and Provisions tarafından satın alındı) elden çıkardı. Şirket stratejik olarak kilit büyüme alanlarını pirinç, taze makarna ve premium kuru makarna olarak sınıflandırdı. Ebro, 2022 yılında makarna operasyonlarıyla ilgili yaklaşık 684 milyon dolar gelir kaydetmiştir. Ebro'nun gelirlerinin ana pazarları İspanya %8, Avrupa %39 ve Amerika %32'dir.

Treehouse Foods (THS US), ABD'de ağırlıklı olarak atıştırmalık ve içecek (%37 gelir payı) ve makarna (%63 gelir payı) dahil olmak üzere yemek kategorilerinde özel etiketli ürünlerin lider üreticisidir. Şirket, 2020 yılında Ebro Foods'un ABD operasyonlarının bir kısmını 242 milyon dolar karşılığında 1,2x FD/satış katsayısı ile satın almıştır.

F.lli De Cecco di Filippo Fara (İtalya merkezli bir makarna üreticisi) 2021 yılında makarna, yan ürünler ve soslardan 472 milyon dolar gelir elde etti. Makarna sektöründeki diğer çeşitli küresel oyuncular arasında Unilever, Kraft Heinz Company ve Nestlé yer almaktadır.

OBA gıda sektöründe stratejik konumlanma ile büyümeyi hızlandırıyor

OBA Makarna (OBA), ülkenin toplam makarna üretiminin %25'ine katkıda bulunan Türkiye'nin baskın makarna üreticisidir. Marka geçmişi 1966 yılına kadar uzanan OBA, 1966 yılından bu yana iç pazarda güçlü bir varlık göstermektedir. Markanın ve Gaziantep'teki fabrikasının 2005 yılında Özgüçlü ailesi tarafından satın alınmasının ardından işletmenin yeniden yapılandırılması, faaliyetlerin genişlemesini hızlandırmıştır: 1) 2010 yılında 159 bin ton olan makarna kapasitesinin 2021 yılında 506 bin tona çıkarılması; 2) 2010 yılında Afrika pazarlarına, 2014 yılında Güney Amerika pazarlarına, 2016 yılında Asya pazarlarına girilerek ihracat işinin büyütülmesi; ve 3) 2017 yılında Piyale markasının sahibi olan Yıldız Holding ve Nissin Foods ortak girişiminden Türkiye'nin kuzeybatısındaki Hendek tesisinin satın alınması.

Tablo 13: Hendek ve Gaziantep'teki OBA tesisleri¹

	Hendek fabrikası	Gaziantep fabrikası
		
		
Makarna kapasitesi (ton):	174bin/yıl (7 hat) 79bin/yıl (2 hat) - 1 Ç24 7 uzun kesim, 2 kısa kesim	332bin/yıl 7 uzun kesim, 5 kısa kesim
Noodle kapasitesi:	985m paket/yıl, 4 hat	-
Buğday kırma (ton):	1.500/gün	1,154/gün
Buğday saklama alanı:	40,2 ton	45 ton
Kapalı alan (bin metrekare):	51	49
Limana yakınlık:	Karasu limanına 60km İstanbul'a 175km	İskenderun limanına 200km Mersin limanı 300km

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri, ¹Buğdayın kırılması sırasında, buğday üretiminin %70-80'ine karşılık gelen irmik elde edilmekte, kepek ve diğer kalıntılar ise hayvan yemi endüstrisine satılmaktadır.

Gaziantep bölgesi, Türkiye'nin güneydoğusundaki yüksek kaliteli durum buğdayının varlığı ve Türkiye'nin güneyindeki önemli limanlara yakınlığı nedeniyle Türk makarna ihracatçıları (OBA, Mutlu, Besler, Durum, vb.) için ana merkez olarak hizmet vermektedir. Makarna ihracatçıları, ihracat kapasitelerini genişletmek için Türkiye'nin kuzeybatısında ve güneyinde deniz taşımacılığı olanaklarına sahip diğer bölgelerdeki faaliyetlerini de genişletmiştir. İç pazar odaklı üreticiler- 240 bin ton makarna

kapasitesine sahip Nuh'un Ankara Makarnası ve 100 bin ton makarna kapasitesine sahip Barilla'nın sahibi olduğu Filiz - çoğunlukla kuzeybatı ve orta Türkiye'de yer almaktadır.

Tablo 14: Türkiye'de gelirleri 100 milyon dolar üstünde olan en büyük makarna üreticileri

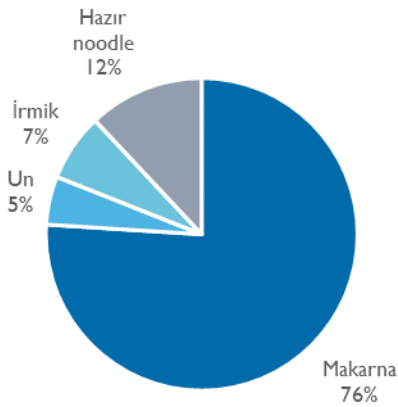
Şirket	Bulunduğu konum	Net Satışlar (Milyon dolar)	
		2021	2022
OBA	Gaziantep, Sakarya	589	669
Mutlu	Gaziantep, Tekirdağ	430	524
Nuh'un Ankara	Ankara	144	189
Durum (Arbella)	Gaziantep, Mersin	153	167
Beşler	Gaziantep	157	154

Kaynak: Şirket verileri, ISO, medya kaynakları. ¹ Türkiye'de 24 makarna şirketi faaliyet göstermektedir. 100 milyon dolar gelir eşliğinin altında kalan Barilla'ya ait Filiz Makarna, Türkiye'nin kuzeybatısında üretim yapmakta ve ağırlıklı olarak iç pazara hizmet vermektedir.

Gaziantep bölgesinin önde gelen ihracatçısı **OBA**, 2017 yılında genişleme girişiminde bulunarak faaliyetlerini Türkiye'nin kuzeybatısında yer alan Sakarya'nın Hendek ilçesine taşıdı. Şirket tesisi yeniledi ve 2018'de 80 bin ton olan kapasitesini 2019'da 174 bin tona çıkardı. Hendek fabrikasında 2018'den itibaren Buhler markalı makinelerin kurulması ve işgücü verimliliğinin artırılması üretkenliği artırdı. Sonuç olarak, bakım kesintileri azalmış, bu da yüksek kaliteli ve daha katma değerli makarna üretiminde daha az kusurla sonuçlanmıştır.

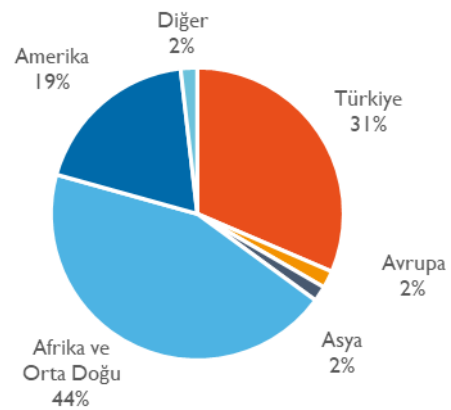
2021 yılı UN.A.F.P.A. verilerine göre, 2021 yılı itibarıyla OBA tesislerinde çalışan başına üretim 468 ton makarna ile 369 ton olan Avrupa ortalamasının üzerine çıkmıştır. OBA'nın mevcut yapısında makarna satışları, üretilen ürün gelirlerinin (buğday ticaretinden elde edilen gelirler hariç) %70'ini oluştururken, un %11, irmik %7, hazır noodle %5 ve yan ürünler %11 oranında katkı sağlamaktadır. 2023'te toplam gelirin %32'si makarna, %16'sı diğer mamul ürünler ve %53'ü ticari gelirlerden oluşmuştur. Coğrafi olarak, net ürün gelirlerinin dağılımı aşağıdaki gibidir: Afrika ve Orta Doğu %44, Amerika %19, Türkiye %31, Asya %2 ve Avrupa %2'dir.

Tablo 15: OBA – Ürün kategorisinde göre gelir dağılımı¹



Kaynak: Şirket verileri, ¹ Net ürün satışlarına dayanmaktadır; Ticari mallardan elde edilen gelirler hariçtir. 2023 verileri

Tablo 16: OBA – Net ürün gelirlerinin coğrafi dağılımı¹



Kaynak: Şirket verileri, ¹ Net ürün satışlarına dayanmaktadır; Ticari mallardan elde edilen gelirler hariçtir. 2022 verileri

Hendek fabrikasının en yakın limanlara (Karasu ve İzmit Körfezi) 60-80 km ve İstanbul'a 175 km mesafede yer alan avantajlı konumu, şirketin esnekliğini önemli ölçüde artırmıştır. Bu, şu yollarla sağlanmıştır: 1) Üretim ve paketleme boyunca kalite standartlarına sıkı sıkıya bağlı kalınmasının bir sonucu olarak Asya'ya ihracatın artmasına olanak tanıyan daha geniş bir coğrafi erişim; 2) Türkiye'nin batısındaki indirimli perakendecilere genişletilmiş yurt içi satışlar; 3) Noodle üretim hatlarının genişletilmesi de dahil olmak üzere daha kapsamlı bir ürün yelpazesinin sunulması; ve 4) Tesisin

limanlara yakın konumu sayesinde bol miktarda buğday kaynağına yakınlığın kolaylaştırdığı verimli buğday tedariki.

OBA, 2018 yılında Türkiye hazır noodle pazarına girdi ve yeni noodle üretim hatlarının kurulmasını 2023 sonu tamamladı. Ayrıca, üç un değirmeni içeren Hendek fabrikasının satın alınması, OBA'nın ekmeklik buğday tesislerinde hazır noodle ve una dönüştürme sürecinde dikey entegrasyon sağlamasına olanak tanımıştır. Sonuç olarak OBA, mevcut üretim altyapısıyla hem durum hem de ekmeklik buğdaydan elde edilen geniş bir ürün yelpazesi üretme kabiliyetine sahiptir.

Tablo 17: OBA ürünleri



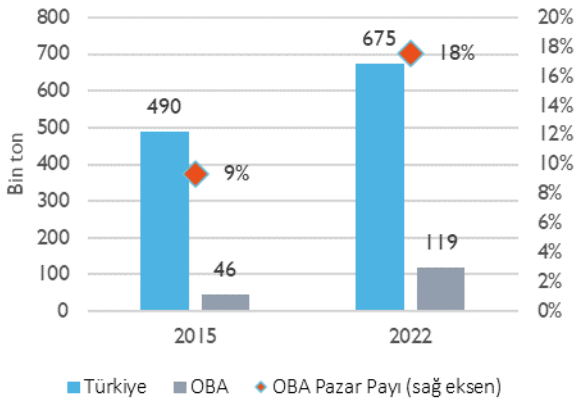
Kaynak: Şirket

İç pazardaki temel strateji, kârlı bir büyüme elde etmek olmuştur

Türkiye'nin yerel makarna pazarı, 2015-2021 yılları arasında %7,4'lük bir YBBO ile önemli bir büyüme göstermiştir. Bu büyüme, ülkenin artan nüfusu (85 milyon) ve göçmen akını (3,7 milyon) gibi çeşitli faktörlere bağlanabilir. MÜSAD verilerine göre, 2015 yılında 6 kg olan kişi başı makarna tüketimi de 2022 yılında 7,5 kg'a yükselmiştir. OBA başlangıçta çoğunlukla ikincil ve üçüncül şehirlerdeki distribütörler aracılığıyla yapılan satışlar yoluyla geleneksel kanalda varlık göstermiştir.

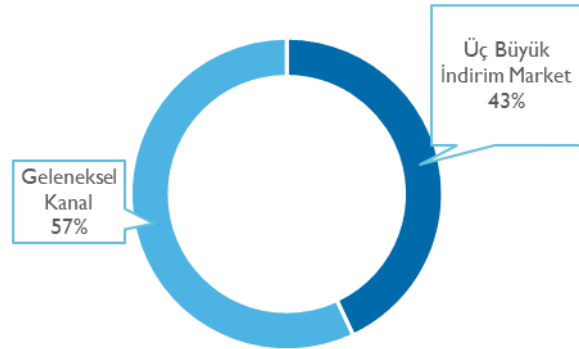
Yüksek giriş maliyeti ve süpermarket zincirlerinde raf alanı için rekabet ve fiyat rekabeti göz önüne alındığında, OBA özel etiketli teklifler için indirimciler ile uyum yoluyla büyümeye karar verdi. Bununla birlikte OBA, üç büyük indirim marketi olan BİM, A101 ve ŞOK'a ürün yerleştirme yoluyla indirim marketleri kanalının yaygınlaşmasından faydalanmış ve 2015 yılında %9 olan Türkiye'deki hacim payını 2022 yılında %18'e çıkarmıştır.

Tablo 18: Türkiye'deki makarna hacimleri ve OBA



Kaynak: Şirket verileri, MÜSAD

Tablo 19: OBA – Yurtiçi hacim dağılımı (2022)



Kaynak: Şirket verileri, "En büyük 3 İndirim Marketi: A-101, BİM ve ŞOK"

Fiyat enflasyonu ve harcanabilir gelirlerdeki erozyon, Türkiye'de çeşitli sektörler için tüketici talebine ilişkin temel sorunlar olmuştur. OBA da dahil olmak üzere büyük ölçekli gıda şirketleri, bugüne kadar girdi maliyetlerindeki artışları iç pazardaki ürün fiyatlarına yansıtmayı başarmıştır. Diğer yerel pazar odaklı makarna üreticileriyle kıyaslandığında OBA, tarihsel olarak, TL'nin dalgalı olduğu bir ortamda, indirimli/geleneksel kanalda önemli bir marj baskısı gözlemlemesi halinde satışlarını makarna veya ırmık satışı şeklinde canlı ihracat pazarlarına kaydırma seçeneğine sahip olmuştur. OBA'nın güçlü ihracat kolu, şirketin gıda tedarikçisi olarak perakendeciler/indirim marketler karşısındaki pazarlık gücünü de güçlendirmektedir. İhracat sözleşmelerinin çoğunda OBA, özellikle bazı müşteriler için makarna üretiminde kullanılacak buğday tedarikinin finansmanı için avans ödemeleri almaktadır.

OBA'nın rekabet avantajları

1) Coğrafi avantaj - küresel makarna ve noodle ihracatında yer edinmek:

Oba, Türkiye'nin Orta Doğu ve Afrika'da yeterince nüfuz edilmemiş ihracat noktalarına yakınlığı sayesinde 2010 yılından bu yana coğrafi erişim alanını genişletmiştir.

2) Buğday arzında elverişli konum: Türkiye, elverişli iklimi ve orta ve güneydoğu bölgelerindeki yüksek durum buğdayı kalitesi sayesinde durum buğdayı arz fazlasına sahiptir. Ayrıca Türkiye, Karadeniz Bölgesi'ndeki başlıca ekmeklik buğday üreticilerine yakınlığı sayesinde diğer ekmeklik buğday ithalatçılarına kıyasla daha avantajlı bir konumdadır.

3) Geliştirilmiş ürün verimliliği: OBA, Avrupalı üreticilere kıyasla +%20 daha yüksek verimliliğe sahiptir. Hendek fabrikasında 2018'den itibaren Buhler markalı makinelerin kurulması ve işgücü verimliliğinin artırılması verimliliği artırmıştır.

4) İndirim marketlerde özel etiketli ürün yerleştirme yoluyla genişleme: OBA, BİM, A101 ve ŞOK olmak üzere üç büyük indirim marketine ürün yerleştirme yoluyla indirim marketleri kanalının yaygınlaşmasından faydalanmış ve Türkiye'deki hacim payını 2015'teki %9 seviyesinden 2022'de %18'e çıkarmıştır.

5) Entegre üretim yapısı: OBA'nın makarna, un, ırmık ve hazır noodle gibi çeşitli nihai ürünler üretmeye yönelik stratejik yaklaşımı, üretim sürecinde hem durum hem de ekmeklik buğday kullanımındaki esnekliği ile karakterize edilmekte ve şirketi Avrupa'daki diğer makarna üreticilerinden farklılaştırmaktadır.

6) Fason üretim, hazır noodle üretimindeki uzmanlığa katkıda

bulunmaktadır: Hazır noodle operasyonlarının ilk genişleme aşamasında, küresel çok uluslu şirketler için fason üretim yoluyla büyüme, OBA'nın yeni bölgelerdeki pazar yapıları hakkında değerli bilgiler edinmesine ve üretim süreçlerindeki farklılıkları anlamasına yardımcı olmuştur. Bu bilgi birikimine dayanarak OBA, "Obamie" markasının geliştirilmesi için stratejik yatırımlar yapmış ve Doğu Avrupa'ya hazır noodle ihraç etmeye başlamıştır.

7) Marka yatırımları Afrika ve Latin Amerika'da meyvelerini verdi: OBA, aralarında Oba Gold, Eva, Obalino, Omelia, Nido, Layla, Savana'nın da bulunduğu 14 markasıyla Afrika'daki önemli pazarlarda lider ihracatçı konumuna gelmiştir. Markalı ihracat 2022 yılında toplam ihracatın %45'ini temsil etmiştir.

8) Döviz cinsinden gelir üretimi: OBA, net ürün gelirlerinin %72'sine karşılık gelen döviz cinsinden ihracat sözleşmelerine sahiptir. Döviz bazlı gelir üretimi, maliyet artışlarına dayanmaya yardımcı olur.

Sahiplik yapısı ve sürdürülebilirlik uygulamaları

Özgüçlü ailesinin sahibi olduğu Alpinvest Yatırım, %57 pay ile OBA'nın çoğunluk hissedarıdır (halka arz öncesi %70 paya sahipti). Musa Özgüçlü ve dört çocuğu Alpinvest Yatırım'ın hissedarıdır. Bahreyn ve Dubai merkezli Turkey Pasta Holding (Sayacorp ve Venture Capital Bank) 2018 yılında %30 hisse satın almıştır (Halka arz sonrası hisse payı %23'e geriledi). Özgüçlü ailesi, 1988 yılından bu yana hayvan yemi üreticisi İpek Yem'in sahibi olarak hayvan yemi sektöründe uzun bir deneyime sahiptir. OBA, buğday kırma sırasında üretilen kepek ve diğer yan ürünleri İpek Yem ve Grainmar Tarım'a satmakta, OBA Lidas Tarım'dan depolama hizmeti almaktadır.

OBA'nın yönetim kurulunda şu anda 12 üye bulunuyor: Musa Özgüçlü yönetim kurulu başkanıdır (%15 dolaylı pay sahibi) ve yönetim kurulundaki diğer aile üyeleri Alpaslan Özgüçlü (%14 dolaylı pay sahibi), İpek Cıncıkçı (Alpinvest temsilcisi ve %9 dolaylı pay sahibi), Aynur Özgüçlü (%9 dolaylı pay sahibi) ve Hakan Özgüçlü'dür (%9 dolaylı pay sahibi). Türkiye Makarna Holding'i üç yönetim kurulu üyesi temsil etmektedir. Diğer yönetim kurulu üyeleri arasında İbrahim Çelik, Muhasebe Direktörü Ahmet Mercan, Mehmet Kırmızıgül ve bağımsız yönetim kurulu üyesi ve makarna sektörü danışmanı Goncağül Sarı yer alıyor. Üst yönetimde CEO Alpaslan Özgüçlü, CMO İpek Cıncıkçı, Uluslararası Satış Başkanı Ramazan Özdemir ve Muhasebe Direktörü Ahmet Mercan yer alıyor.

Tablo 20: OBA'nın sahiplik yapısı – halka arz öncesi ve sonrası¹

Ortaklar	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Ödenmiş Sermaye	%	Ödenmiş Sermaye	%
Alpinvest Yatırım	285.0	%70	273.0	%57
Turkey Pasta Holding	122.2	%30	110.1	%23
Halka açıklık oranı	0.0		96.3	%20.1
Toplam	407.2		479.4	

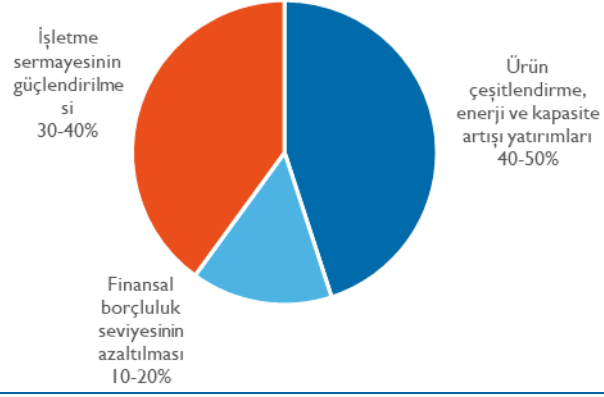
Kaynak: Şirket verileri ¹ Alpinvest Yatırım Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Özgüçlü ailesine aittir ve Özgüçlü ailesi tarafından kontrol edilir. Hisse sayısı halka arzla beraber 407,2 milyondan 479,4 milyona çıkarılmıştır.

Sürdürülebilirlik uygulamaları kapsamında OBA, 2023 yılında Hendek'teki noodle tesislerinin çatısına (2,4 MW) ve Gaziantep fabrikasına (2,1 MW) güneş enerjisi panelleri kurmuştur. Bu yatırımlarla OBA, yılda 3.600 ton karbon emisyonunu ortadan kaldırmayı beklemektedir. Ayrıca OBA, 2022 yılında Hendek'teki makarna fabrikasında sıcak su (makarna hamuru üretmek için ırmikle karıştırılır) ve elektrik (makarna kurutma işleminde kullanılır) üretmek için bir trijenerasyon ünitesi kurdu. Enerji yatırımlarının 2024 yılında enerji maliyetlerini (toplam maliyetlerin %5'i) %5 oranında azaltması beklenmektedir. Ayrıca OBA, suyu arıtmak ve yeniden kullanmak için ters osmoz tesisleri kurmuştur. Bununla birlikte OBA, Gaziantep'in Araban bölgesinde sürdürülebilir tarımı desteklemekte, çiftçileri ekim ve verimlilik konusunda eğitmekte ve çiftçilere buğdayı doğrudan OBA Makarna'ya satma seçeneği sunmaktadır.

OBA, makarna satışlarını hem Türkiye pazarında hem de daha az doymuş bölgelerde etkin bir şekilde genişletmiştir. Modernizasyon yatırımlarının ve daha katma değerli ihracat pazarlarına odaklanmasının gelecekte büyümeyi desteklemede önemli bir rol oynaması beklenmektedir. Halka arzın, küresel ticaretteki varlığını genişletmeye devam eden OBA'nın finansal istikrarını destekleyeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, finansal kaldıracı azaltırken ürün çeşitlendirmesi, enerji ve yeni kapasite yatırımları ve işletme sermayesi ihtiyaçlarının finanse edilmesine yardımcı olacaktır.

Büyüme stratejisinin potansiyel olumlu bir yönü olarak OBA, özellikle bu tür yatırımların şirkete önemli değer katabileceği senaryolarda, potansiyel sıfırdan yatırımlar için alternatif yerleri araştırabilir.

Tablo 21: Halka arz gelirlerinin planlanan tahsisi



Kaynak: Halka Arz İzahnamesi

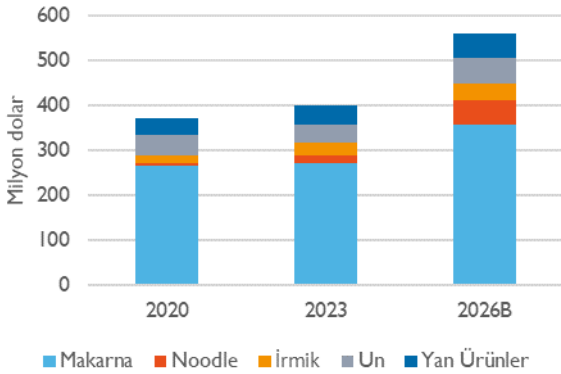
Finansal genel bakış ve büyüme beklentileri

Üretilen mallarda 2025 yılına kadar dolar bazında %14 gelir YBBO bekliyoruz

OBA, tarihsel olarak Türkiye içinde makarna ve irmik satışlarını artırarak ve yeni ihracat pazarlarını keşfederek büyüme kaydetmiştir. Şirket, 2017 yılında Hendek fabrikasını satın almasının ardından faaliyetlerini değirmencilik ve noodle operasyonlarını da kapsayacak Tablode genişletmiştir. Ayrıca OBA, özellikle ekmeklik buğday ve durum buğdayına odaklanarak emtia ticareti yapmaktadır. Türkiye'nin yaygın buğday ithalatına olan bağımlılığı ve gıda güvenliğine verilen önemin artması nedeniyle OBA, Ukrayna-Rusya Savaşı'nın başlamasından bu yana buğday ticareti ve depolamasına olan ilgisini artırmıştır.

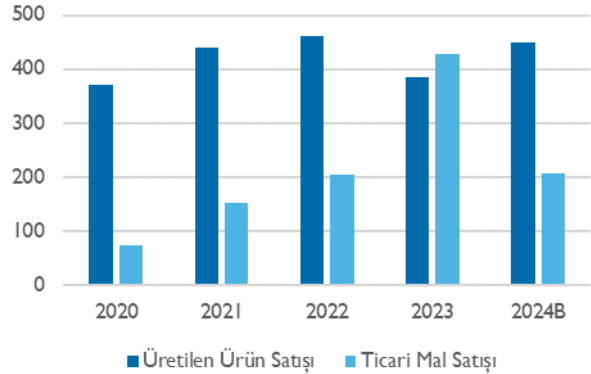
Sonuç olarak, ticaret işkolunun toplam konsolide gelirler içindeki payı 2020'de %17'den 2023'te %53'e yükselmiştir. Ancak, özellikle 2023 yılında Türkiye'de durum buğdayı başta olmak üzere güçlü bir mahsul sezonunun ardından ticari gelirlerin 2024 yılında 208 milyon dolara (2023'teki 429 milyon dolara kıyasla) normalleşmesini bekliyoruz. Dolayısıyla, ticari işkolunun gelir payının 2024 ve sonrasında %31-32'de sabitleneceğini tahmin ediyoruz.

Tablo 22: İşkollarına göre net satışlar (Milyon dolar)



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri ¹ Ticari gelirler analize dahil edilmemiştir.

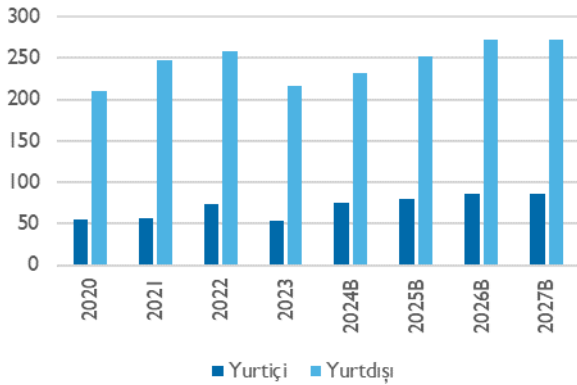
Tablo 23: İşkollarına göre net satışlar (Milyon dolar)



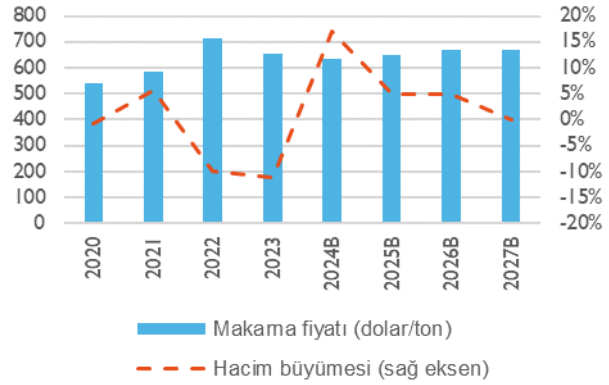
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri

Makarna, noodle, irmik, un ve yan ürünlerden (özellikle yem endüstrisinde kullanılan kepek) elde edilen gelirler 2023 yılında konsolide gelirlerin sırasıyla %32, %2, %3, %5 ve %5'ini oluşturmuştur. Makarna satışlarının yeni bölgelere stratejik olarak genişletilmesi, 2018-2022 yılları arasında dolar bazında %14'lük bir gelir YBBO'su ile sonuçlanmıştır. Bu dönemde OBA, 2018 yılında 300 bin ton olan makarna kapasitesini 2022 yılında 506 bin tona çıkarmıştır. OBA, Hendek fabrikasında iki yeni hattın devreye alınmasını tamamladı ve toplam makarna kapasitesini %16 oranında (585 bin ton) artırdı.

OBA, 2021 yılına kadar Türkiye'den makarna ihracatındaki kayda değer büyüme yörüngesine ek olarak, 2020 ve 2021 yıllarında ihracat hacimlerinde istisnai bir büyüme gözlemlemiş ve bunu pandemi döneminde Latin Amerika'daki uygun fiyat ve talep koşullarına bağlamıştır. Sonuç olarak, Latin Amerika'ya yönelik ihracat hacmi 2020 yılında toplam ihracatın %39'unu oluşturmuştur. Bununla birlikte, toplam makarna hacmi OBA'nın üretim kapasitesini aşmış ve 2020 ve 2021 yıllarında artan talebi karşılamak için makarna üretiminde dış kaynak kullanımına gidilmiştir. Latin Amerika'ya yapılan ihracattaki normalleşmenin ardından, 2022 yılında ihracat hacminde %14'lük ve 2023 yılında da %5'lik bir düşüş yaşanmıştır. Sonuç olarak, Latin Amerika'ya yönelik ihracat payının 2023 yılında %20'e düştüğü varsayılmaktadır.

Tablo 24: Makarna hacmi (bin ton)


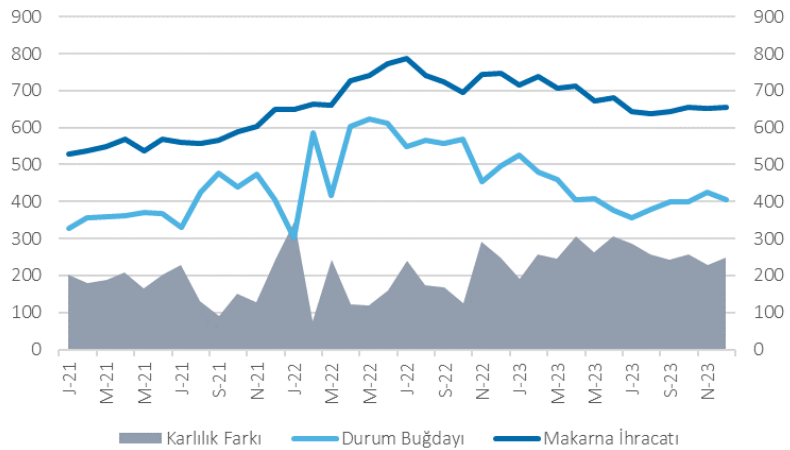
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri

Tablo 25: Makarna fiyatı (USD/ton) ve hacim büyümesi


Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri

İç pazarda, Kuzeybatı Türkiye'de indirim perakende kanalına yönelik genişleme çabaları ve yoğunlaştırılmış promosyon faaliyetleri, 2019 yılında yurt içi hacimlerde yaklaşık %50'lik bir artışa yol açmıştır. Bu güçlü büyümenin ardından, 2020 yılında pandemi nedeniyle hacimler nispeten sabit kalmıştır. Ancak 2021 yılında, pazardaki düşüş ve ihracat noktalarına yapılan sevkiyatların artması yurt içi hacimlerin azalmasına neden olmuştur. 9A22'de yurtiçi hacimlerde gözlenen çift haneli yıllık büyüme ve 2022'deki %7 büyümenin ardından, 2023'te makarna hacmi %28 daralmıştır.

Bu düşüşün başlıca nedeni, 2022 yılının ikinci yarısında buğday fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle kârlılığa daha fazla odaklanılmasıdır. Tablo 26'da gösterilen buğday fiyatlarındaki artışın, Ukrayna'dan buğday sevkiyatındaki aksaklıklarla birlikte makarna fiyatlarının yükselmesine katkıda bulunduğu hatırlanmalıdır. Sonuç olarak, makarna ve durum buğdayı arasındaki fiyat farkı daralmıştır.

Tablo 26: Makarna ve Durum Buğdayı Fiyat Farkı (USD/ton)


Kaynak: MÜSAD

Özetlemek gerekirse, Türkiye'deki enflasyonist baskı, seçimlerden önce istikrarlı bir TL döneminde ihracat marjlarının daralması ve buğday fiyatlarındaki dalgalanma OBA'nın stratejisinde değişikliğe gitmesine neden olmuştur. Şirket, Türkiye'deki indirim kanalına özel etiketli satış hacmini azaltmış ve satışlarının bir kısmını Afrika, Latin Amerika ve Asya'daki daha yüksek fiyatlı pazarlara kaydırarak dolar cinsinden fiyatlandırmayı artırmayı hedeflemiştir.

Tablo 27: OBA – temel performans göstergeleri^{1,2}

Milyon dolar	2020	2021	2022	2023	2024B	2025B	2026B
Net Satışlar	442	589	669	814	657	723	809
yıllık büyüme	3%	33%	14%	22%	-19%	10%	12%
Düzeltilmiş FAVÖK	31	67	23	92	76	86	99
yıllık büyüme	13%	115%	-65%	295%	-17%	14%	16%
Net kar	22	14	7	68	55	63	74
yıllık büyüme	-10%	-35%	-54%	931%	-19%	14%	18%
1- Net Satışlar (üretilen ürünler)	372	439	462	385	449	500	559
yıllık büyüme	23%	18%	5%	-17%	17%	11%	12%
Makarna	266	304	333	271	308	332	358
yıllık büyüme	7%	15%	9%	-19%	14%	8%	8%
Noodle	5	9	15	19	20	34	53
yıllık büyüme	-	70%	76%	23%	4%	73%	57%
İrmik	18	30	43	26	30	33	36
yıllık büyüme	7%	67%	41%	-40%	15%	12%	8%
Un	45	45	24	42	49	53	58
yıllık büyüme	163%	1%	-47%	78%	15%	8%	10%
Yan ürünler ve diğer	38	51	47	41	44	48	54
yıllık büyüme	100%	33%	-7%	-14%	7%	10%	12%
2- Ticari Mal Satışı	74	152	206	429	208	223	249
yıllık büyüme	-40%	106%	36%	108%	-51%	7%	12%
Net Satış Kırılımı	2020	2021	2022	2023	2024B	2025B	2026B
Üretilen ürünler	84%	75%	69%	47%	68%	69%	69%
Makarna	60%	52%	50%	33%	47%	46%	44%
Noodle	1%	1%	2%	2%	3%	5%	7%
İrmik	4%	5%	6%	3%	5%	5%	4%
Un	10%	8%	4%	5%	7%	7%	7%
Yan ürünler	9%	9%	7%	5%	7%	7%	7%
Ticari mal	17%	26%	31%	53%	32%	31%	31%
Hacim ve fiyatlama	2020	2021	2022	2023	2024B	2025B	2025B
Üretilen ürün hacmi (bin ton)¹	643	695	589	575	665	703	747
yıllık büyüme	12%	8%	-15%	-2%	16%	6%	6%
Makarna	491	518	468	415	486	511	536
yıllık büyüme	-1%	6%	-10%	-11%	17%	5%	5%
Yurtiçi	123	111	119	85	119	125	131
yıllık büyüme	1%	-10%	7%	-28%	40%	5%	5%
Yurtdışı	367	407	349	330	367	386	405
yıllık büyüme	-1%	11%	-14%	-5%	11%	5%	5%
Noodle	3	6	7	7	8	13	19
yıllık büyüme	-	65%	19%	11%	1%	69%	53%
Noodle paket (m)	45	75	89	99	100	169	258
İrmik	42	60	67	42	48	51	53
yıllık büyüme	-9%	45%	10%	-37%	15%	5%	5%
Un	108	111	48	110	123	129	138
yıllık büyüme	221%	3%	-57%	131%	12%	5%	7%
Makarna Kapasitesi (bin ton)	482	506	506	506	585	585	585
yıllık büyüme		5%	0%	0%	16%	0%	0%
Noodle Kapasitesi (bin ton)	20	20	39	74	74	74	74
Ton bazında makarna fiyatı (dolar)	541	587	711	653	633	650	668
yıllık büyüme	8%	8%	21%	-8%	-3%	3%	3%
Karlılık	2020	2021	2022	2023	2024B	2025B	2026B
Brüt marj	14.9%	21.8%	12.1%	8.6%	13.4%	14.8%	16.0%
Faaliyet gideri/satış	-8.7%	-14.1%	-11.0%	-6.3%	-6.3%	-6.3%	-6.2%
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	7.0%	11.4%	3.5%	10.5%	11.5%	11.9%	12.3%
Net marj	5.0%	2.4%	1.0%	5.5%	8.4%	8.7%	9.1%

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri.¹ Makarna satışlarının kapasiteyi aştığı yıllarda fason üretim yoluyla diğer yerel üreticilerle çalışılmaktadır. Üretilen malların brüt marjı, diğer gelirler altında gösterilen alacak ve borçlardaki kur farkı gelirini içermemektedir. Diğer gelirlerdeki net kur farkı gelirini FAVÖK marjına dahil ediyoruz. Diğer gelir/giderler altında yer alan net kur farkı gelirleri FAVÖK marjına 9A23'te 410bp, 2022'de 200bp, 2021'de 310bp ve 2020'de 20bp pozitif etki yapmıştır. FAVÖK ayrıca operasyonel kar üzerindeki parasal kazancı da kapsamaktadır.

Böylece, daha rasyonel bir ürün fiyatı ve buğday fiyatlandırması ve lojistik maliyetlerinden kaynaklanan düşük maliyet baskıları sayesinde iyileşen maliyet tabanı, 2023'te FAVÖK marjının artmasını sağlamıştır. Makarna hacimleri yıllık %11 ve toplam ürün hacimleri yıllık %2 azalırken, dolar cinsinden FAVÖK 2023'te yıllık bazda üç katından fazla büyümüştür.

Tahminlerimiz, 2024 yılında toplam makarna hacimlerinde %17'lik bir artış öngörürken, hacimlerin 2021 seviyelerini ancak 2025 yılında aşacağını öngörüyor. Bununla birlikte, çeşitli faktörler nedeniyle beklenenden daha güçlü bir hacim performansı potansiyeli olduğunu belirtmek gerekir. Bu faktörler arasında %16'lık makarna kapasite artışı, buğday ve makarna için dengeli ve normalleştirilmiş bir fiyatlandırma yapısı, indirimli satış yapan firmalara yapılan satışlarda beklenen artış ve hükümet tarafından onaylanan Turquality teşvikleriyle desteklenen ihracat pazarlarında artan pazarlama çabası yer almaktadır.

Modelimizde, makarna gelirlerinin yaklaşık %80'inin makarna ihracatından kaynaklanacağını öngörüyoruz. Fiyatlandırma konusunda, 2022 (ton başına ortalama makarna fiyatı %21 artmıştır) ve 2023 (ton başına ortalama makarna fiyatı %8 düşmüştür) yılları arasında gözlemlenen anomaliyi takiben, 2024'ten 2026'ya kadar dolar bazında yıllık %3'lük bir artış öngörüyoruz. Özetle, tahminlerimiz 2023'ten 2025'e kadar makarna segmentinde %12'lik bir gelir YBBO'su (dolar cinsinden) öngörmektedir.

Makarna hacimlerindeki dalgalanma, un ve noodle hacimlerindeki artış nedeniyle bir miktar hafiflemiştir ve bu da 2023 yılında mamul mallar için nispeten istikrarlı bir hacim performansı ile sonuçlanabilir. Makarna, mamul ürünler segmentindeki en büyük payı (2024 itibarıyla toplam gelirlerin %32'si) korumaya hazırlanırken, hazır noodle, un ve irmik gibi diğer sektörlerde de önemli bir büyüme öngörüyoruz. OBA'nın noodle gelirlerinin 2024 yılında 19 milyon dolardan 2027 yılında 70 milyon dolara yükseleceğini tahmin ediyoruz. Sonuç olarak, 2025 yılına kadar toplam gelirlerin yaklaşık %23'ünü temsil eden üretilen ürünler (makarna hariç) için dolar bazında %15'lik bir net satış YBBO öngörüyoruz.

Marjlarda daha fazla iyileşme potansiyeli

OBA, 2023 yılında buğday arzında yaşanan küresel aksaklıklara yanıt olarak hammadde stokunu stratejik olarak artırmış ve avans ödemeleri yapmıştır. Bu girişim ek finansman gerektirse de, özellikle buğday fiyatı ve TL'deki dalgalanmalar karşısında kârlılığın artırılmasına önemli katkı sağladı. Özellikle OBA, 2023'te %10,5'lik kayda değer bir FAVÖK marjı elde ederek bir önceki yılın aynı dönemindeki %4,3'lük orana kıyasla önemli bir iyileşme göstermiştir. Şirketin stoklar için ilk giren ilk çıkar (FIFO) muhasebe yöntemini izlediğini hatırlatalım.

OBA'nın maliyet yapısında, satılan malların maliyeti ve faaliyet gideri dahil olmak üzere, buğday %70'lik payla ana maliyet (üretilen ürünler içerisinde) kalemidir. Şirketin ihracat yoluyla gelir elde etmeye odaklanması ve salgın sonrası küresel tedarik zincirinde yaşanan aksaklıklar, lojistik maliyetlerinin toplam maliyetler içinde %8'lik bir paya sahip olmasına neden olmuştur. Ancak, azalan lojistik giderleri ve MENA bölgesine artan sevkiyatlar nedeniyle, lojistik maliyet/satış oranı 2021'deki %11 seviyesinden 2023'te %3'e gerilemiştir.

Satılan malların maliyeti kapsamında bir muhasebe düzeltmesi olarak kabul edilen ve %9'luk bir oranı temsil eden yan ürün maliyeti, makarna üretiminden elde edilen ve esas olarak yem endüstrisinde kullanılan yan ürünlerin satışını ifade etmektedir. Tarihsel olarak, bu bileşen %10-11 arasında bir marja (enflasyon muhasebesiyle %13) tabi olmuştur. Diğer maliyet kategorileri ambalaj maliyetleri (%6), personel (%4) ve amortisman, yağ ve Mac & Cheese ve noodle sosları gibi ürünlerde kullanılanlar da dahil olmak üzere tatlandırıcıların maliyeti gibi çeşitli giderler yer almaktadır.

Hükümet, Dahilde İşleme Rejimi kapsamında 2019'dan bu yana ihraç edilen nihai ürünlerin üretim süreçlerinde ithal buğday (durum/ekmeklik buğday) kullanımını

zorunlu tutmuştur, ancak 2023'teki arz fazlası sayesinde son zamanlarda durum buğdayının kullanımına ve ihracatına izin vermektedir. OBA ayrıca yurt içi makarna satışları için yerel olarak üretilen durum buğdayı tedarik etmektedir. Yurt içi ürün fiyatlarındaki son yukarı yönlü ayarlamaların ve artan yerel buğday tedarikinin, personel maliyetlerindeki enflasyon kaynaklı artışları potansiyel olarak telafi edebileceğine ve 2024 yılında kârlılığın korunmasına katkıda bulunabileceğine inanıyoruz.

Temel olarak hammadde ve lojistik ile ilgili maliyet baskılarının hafiflemesi ve düşük marjlı ticaret segmentinden gelen gelir katkısının azalması nedeniyle 2024 yılı için FAVÖK marjında bir iyileşme öngörüyoruz. Ayrıca, projeksiyonlarımız ileriye dönük olarak FAVÖK marjında sürekli bir iyileşmeye işaret etmektedir. Bu durum, yeni kapasitelerin devreye alınması, kapasite kullanım oranındaki potansiyel iyileştirmeler, işletme kaldırıcının etkisi ve yüksek marjlı hazır noodle işkolunun genişleyen ölçeği gibi faktörlere dayanmaktadır.

Enflasyon muhasebesi etkileri

OBA, 2023 mali tablolarını IAS29'a (Hiperenflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama) dayalı olarak raporlamaya başlamıştır. Aşağıda, IAS29'un etkisiyle ve etkisiz olarak gelir tablosunun detaylı analizini sunduk. Mali tablolar, 2023 için IAS 29 olmayan mali tablolarla karşılaştırıldığında şu değişiklikleri göstermektedir: 1) Gelirler, IAS 29'a göre TL23,433 milyar olarak, IAS 29 olmayan mali tablolara göre %19 daha yüksektir. 2) EBITDA, IAS 29'a göre TL2,469 milyar olarak, IAS 29 olmayan mali tablolara göre %12 daha yüksektir. 3) Net gelir, IAS29'a göre TL1,279 milyon olarak, IAS29 olmayan mali tablolara göre %22 daha düşüktür.

Tablo 28: TMS29 – Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama öncesi ve sonrası karşılaştırma

Milyon TL	TMS29 dahil			TMS29 Hariç			Değişim	
	2022	2023	Büyüme	2022	2023	Büyüme	2022	2023
Net Satışlar	20,868	23,433	12%	11,069	19,720	78%	89%	19%
Satışların Maliyeti	-18,884	-21,429	13%	-9,733	-17,163	76%	94%	-
Brüt Kar	1,984	2,004	1%	1,336	2,558	91%	49%	-
Faaliyet Gideri	-2,344	-1,475	-37%	-1,216	-1,229	1%	93%	-
Diğer gelir	490	1,027	110%	224	809	a.d.	119%	-
Parasal Kazanç/Kayıp	-1,892	689	a.d.	-	-	-	-	-
Faaliyet Karı	-1,762	2,244	a.d.	344	2,137	a.d.	a.d.	-
Net Kar	-2,102	1,279	a.d.	110	1,641	a.d.	a.d.	-22%
Amortisman	197	224	14%	40	60	a.d.	387%	-
FAVÖK	-1,565	2,469	a.d.	384	2,197	472%	a.d.	12%
Brüt marj	9.5%	8.6%		12.1%	13.0%			
Faaliyet gideri/satış	-11.2%	-6.3%		-11.0%	-6.2%			
Faaliyet kar marjı	-8.4%	9.6%		3.1%	10.8%			
Amortisman/satış	0.9%	1.0%		0.4%	0.3%			
FAVÖK marjı	-7.5%	10.5%		3.5%	11.1%			

Kaynak: Şirket verileri

Önemli bir not olarak, parasal kazançları OBA finansalları özelinde yüksek enflasyona bağlı olarak stok değerindeki artıştan kaynaklanmakta ve faaliyet karı altında rapor edilmektedir. Bununla birlikte, ham madde maliyetlerinin artması ve muhasebe düzenlemesi nedeniyle brüt marj azalmıştır. Dolayısıyla, 2023'te kaydedilen parasal kazançları FAVÖK hesabımıza dahil ettik.

Enflasyon muhasebesi yönteminin 2026 sonuna kadar devam edeceğini varsayıyoruz ve bu dönem boyunca satışların maliyetindeki enflasyona bağlı değişikliklerin etkisini ve para kazançlarını içeriyoruz. Bu nedenle, tahminlerimiz brüt marj iyileşmesinin FAVÖK marjına göre daha yüksek bir eğilim göstereceğini ve parasal kazancın (sadece operasyonel kısmın) daha az etkisini göstereceğini gösterecektir. Ayrıca, net parasal

varlıklar üzerindeki parasal kayıpların faaliyet karı satırının altındaki etkisini de hesaba katıyoruz.

Marjlarda iyileşme potansiyeli devam ediyor

2024 için bir FAVÖK marjı artışı öngörüyoruz, bunun başlıca nedeni ham madde ve lojistikle ilgili mali baskıların hafifletilmesi ve düşük marjlı ticaret segmentinden gelen gelir katkısının azalmasıdır. Ayrıca, projeksiyonlarımız ilerleyen süreçte FAVÖK marjında devam eden bir iyileşmeyi göstermektedir. Bu, yeni kapasitelerin devreye alınması, kapasite kullanım oranında potansiyel iyileştirmeler ve işletme kaldıraç etkisinden kaynaklanan faktörlere dayanmaktadır. Bununla birlikte, 2024 ile 2026 arasında %15'lik FAVÖK YBBO'su bekliyoruz.

Başka önemli bir nokta ise, döviz cinsinden sert para birimleri üzerinden yapılan ihracata dayanmanın, buğday, lojistik, enerji, petrol ve ambalaj maliyetleri gibi yabancı para ile ilgili mali kalemlerin etkilerine karşı bir tampon görevi görmesidir. Bu mali kalemler toplam maliyetin %79'unu oluşturmaktadır.

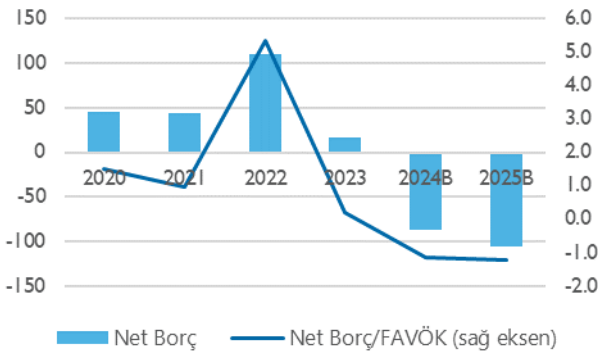
OBA, tarihsel olarak net uzun FX pozisyonundan kaynaklanan yabancı para kazançlarını diğer gelirler altında kaydetmiştir ve 2023'te USD15m tutarında (OBA Food'da ön ödeme ve halka arz öncesi ayarlamalar dahil) bu kazancı kaydetmiştir. FAVÖK hesaplamamızda, alacak ve borçlar üzerindeki net uzun pozisyonun, para birimi tahminlerimize dayanarak etkisini hesaba katıyoruz.

Ağır yatırım döngüsü sona erecek ve işletme sermayesi normalleşecek

OBA, makarna tesislerindeki modernizasyon yatırımları ve yeni hazır noodle hatlarının eklenmesi nedeniyle 2019 ile 2023 yılları arasında yüksek bir yatırım harcaması dönemine girmiştir ve bunun tam etkisi 2024 yılında finansallarda görülecektir. Şirket gerekli makine yatırımlarını ve yenilenebilir enerji yatırımlarının çoğunu zaten ödediğinden, 2023 yılında yatırım harcamaları/satışlar oranında bir miktar ılımlılık bekliyoruz. OBA'nın Hendek'teki noodle tesislerinde güneş paneli yatırımları yaptığını ve Gaziantep'te bir trijenerasyon ünitesi kurduğunun da altı çizilmelidir. Şirket 2024 yılında enerji maliyetlerini (toplam maliyetlerin %5'i) %5 oranında azaltmayı beklemektedir.

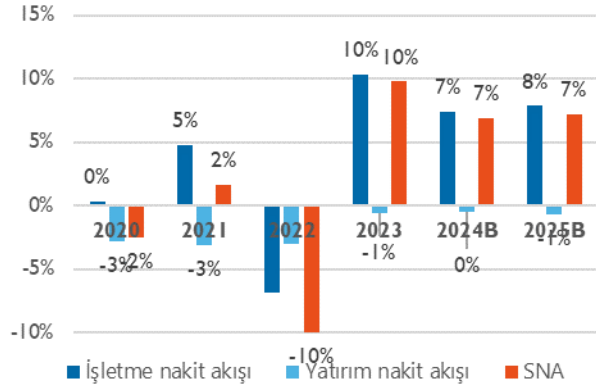
OBA'nın 2022'deki küresel buğday piyasası sıkışıklığı sırasında stokları destekleme girişimleri işletme sermayesinde ve finansal kaldıraçta artışa neden olmuştur. Ancak, işletme sermayesindeki normalleşme, FAVÖK marjında önemli bir artışa ve net borç/FAVÖK oranında düşüşe yol açarak 2023 itibarıyla 0,2x seviyesine ulaşmıştır. İşletme sermayesindeki kayda değer iyileşmenin ardından 2024 yılında FAVÖK marjında bir miktar normalleşme bekliyoruz.

Tablo 29: Net borç pozisyonu (USDm) ve net borç/FAVÖK



Kaynak: Şirket verileri ve ÜNLÜ & Co tahminleri

Tablo 30: Serbest Nakit Akışı marjı analizi



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri

Türkiye'de buğdayın tarımsal döngüsüne bakıldığında, ekim sezonunun Ekim ayında, hasadın ise Haziran ve Temmuz aylarında gerçekleştiği görülüyor. Bununla birlikte, tarihsel olarak OBA, kesintisiz bir üretim süreci sağlamak için her yılın ilk yarısında üç aylık buğday envanteri depolamıştır. Dolayısıyla, satışların artması ve stok gereksinimlerinin azalmasıyla serbest nakit akışı üretimi yılsonunda iyileşme eğilimindedir.

Ayrıca, Serbest Nakit Akışındaki iyileşmeler ve halka arz gelirleri (91 milyon dolar) kaynaklı azalan finansal gider baskısını da hesaba kattık. Bu nedenle, 2024-2026 arasında %15'lik bir net kar YBBO'su (dolar cinsinden) ve ortalama net marjın %9 olmasını bekliyoruz. Şirketin döviz cinsinden ihracat gelirleri ve uzun vadeli döviz pozisyonu, şirketi TL volatilitesinden koruyacağını düşünüyoruz.

Ek: Üretim Prosesleri

Makarna üretimi aşağıdakileri içeren bir süreçtir: 1) irmiğin çıkarıldığı durum buğdayının ezilmesi - 280-450 µm granülasyon daha iyi bir renk ve su emilimi sağlar, bu da buğday çıktısının %80'ine karşılık gelir; 2) %30-32 nem içeriğine sahip hamur yapmak için durum buğdayı irmiği, su, tuz ve gerekirse diğer bileşenlerin (yumurta, aromalar, meyve suları gibi) karıştırılması (ekmek yapımında %45-50 nem içeriği); 3) kalıplama, bölme ve kesme; 4) Çatlama veya bozulmayı önlemek ve sert bir Tablo vermek amacıyla nem içeriğini %11.5'e düşürmek için kurutma işlemleri (90 santigrat derecede 4-7 saat). ve ardından soğutma işlemi; 5) sos ilavesi (Mac & Cheese için); ve 6) paketleme.

Hazır noodle üretimi aşağıdaki süreçleri içerir: 1) hamur oluşturmak için ekmeklik buğday ununun su ile karıştırılması; 2) presleme, buharda pişirme ve kesme; 3) nem içeriğini %3-4'e düşürmek için yağ (palmiye yağı, ayçiçeği tohumu yağı) ile kızartma; 4) soğutma; ve 5) aroma tozu ve yağ ekleme. Sosların ayrı ambalajları vardır. Soslar/aromalar şirket içinde üretilir ve şirket, tarifleri gizli sözleşmelerle korunan yeni aromalar geliştirmek için Ar-Ge'ye yatırım yapar. Üretim sözleşmelerinde aromalar, paketleme işlemi sırasında noodle paketinin içine eklenmek üzere son müşteri tarafından sağlanmaktadır.

Bahsi geçen şirketler (15 Mayıs 2024 kapanış fiyatlarıyla)
Şirket borsa kodu (OBAMS.IS, Tavsiye AL, Hedef fiyat 78TL)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

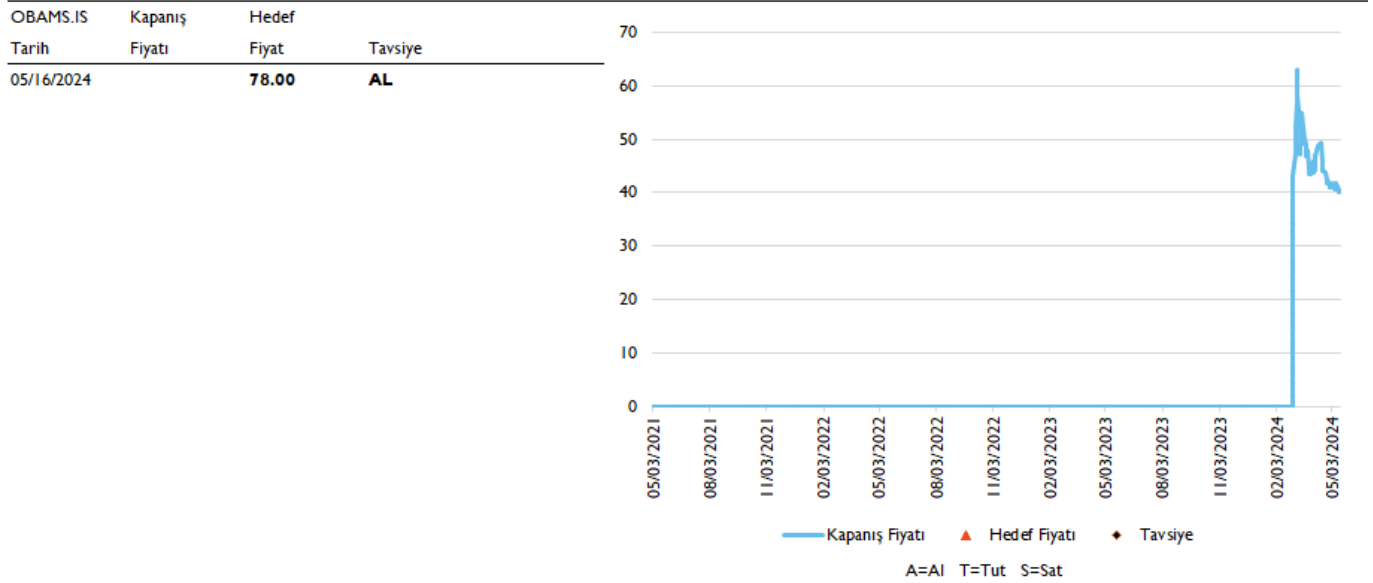
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUREsearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Ece Mandacı, CFA işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru Tablode yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği OBAMS.IS



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	KISITLI
Tüm derecelendirmeler (%)	62	36	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki Tablode tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka

açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

Hedef fiyat: (12 aylık dönem için geçerli) (OBAMS.IS)

Değerleme metodu: Sayfa 7-9

Riskler: Sayfa 9

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BIST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Oba	D, E, F

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi Tablode yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğuna düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımni hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin Tablode üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.